Econ. Money. K

Der

Berliner Effektenhandel

unter

dem Einflusse des Börsengesetzes.

LIBRARY
JAN 28 1903
UNIVERSITY OF TORONTO

3 1761 09938520 5

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

hohen Philosophischen Fakultät

der

Vereinigten Friedrichs-Universität Halle-Wittenberg

vorgelegt von

Christoph Knipper

aus Niederweisel (Grossherzogtum Hessen).

Halle a. S., 1901.

Gedruckt in der Pierer'schen Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co.
in Altenburg.

Inhaltsverzeichnis.

Seite

I. Entstehung des Terminhandelsverbotes in Montan- und Industriewerten und des Börsenregisters 5

II. Die rechtliche Lage des Effektenhandels unter dem Börsengesetz 17

1. Der Börsenterminhandel 17

2. Die anderen Formen des Effektenhandels 21

Die Begriffsbestimmung des § 14 21

III. Die Technik der neuen Formen 29

1. Der Handel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen 30

a) Der Grofshandel per Kassa an der Berliner Börse . . 30

b) Das Kassakontokorrentgeschäft der Maklerbanken . . 34

Vita 48

I.

Entstehung des Terminhandelsverbotes in Montan- und Industriewerten und des Börsenregisters[1].

Bei den Verhandlungen der Börsenenquetekommission über die Reform des Effektenterminhandels handelte es sich in der Hauptsache um die Lösung eines socialpolitischen Problems, um den Schutz der wirtschaftlich schwachen und unerfahrenen Personen gegen Ausbeutung durch ökonomische Überlegenheit und gröfsere Geschäftsgewandtheit.

Mit diesem Problem waren aber eine Reihe anderer Fragen enge verbunden, die deshalb ebenfalls in das Gebiet der Reformthätigkeit der Kommission fielen.

[1] Die Grundlage der folgenden Arbeit bilden, abgesehen von der seit der Börsenenquête stark angeschwollenen Litteratur, persönliche Mitteilungen, welche mir aus Bank- und Börsenkreisen in bereitwilligster Weise zu teil geworden sind. Ich möchte es nicht unterlassen, denjenigen Herren, welche mich in so gütiger Weise unterstützt haben, auch hier öffentlich meinen Dank auszusprechen, inbesondere den Herren: Alexander, Direktor des Berliner Maklervereins, in Berlin; Dr. J. Basch, Handelsredacteur der Nationalzeitung, in Berlin; E. Cohn, Kursmakler an der Berliner Fondsbörse, in Berlin; L. Cohnstaedt, Handelsredacteur der Frankfurter Zeitung, in Frankfurt a. M.; Christians, Herausgeber des Deutschen Ökonomisten, in Berlin; Th. Emsheimer, in Firma J. Sichel, Bankier, in Frankfurt a. M.; H. Hagedorn, Präsident der Cotton Exchange, in New-York; A. Hoppenstedt, Regierungsrat, Direktor der Bank des Berliner Kassenvereins, in Berlin; Jonas, Direktor des Börsenhandelsvereins, in Berlin. W. Kopetzky, Kommerzienrat, in Berlin; E. Landau, Generalkonsul, Vorsitzender des Vereins für die Interessen der Fondsbörse, in Berlin; Gg. Münch, Handelsredacteur des Berliner Tageblatts, in Berlin; Dr. Riefser, Justizrat, Direktor der Bank für Handel und Industrie (Darmstädter Bank), in Berlin; Dr. Roghé, Volkswirtschaftlicher Sekretär bei den Ältesten der Berliner Kaufmannschaft, in Berlin; Dr. Salomonsohn, Geschäftsinhaber der Diskontogesellschaft, Vorsitzender der Stempelvereinigung, in Berlin; Stern, Handelsredacteur der Frankfurter Zeitung, in Frankfurt a. M.; J. Stern, Privatmaklerfirma, in Berlin; Thorwart, Direktor der deutschen Genossenschaftsbank, in Frankfurt a. M.; Wiener, Handelsredacteur des Berliner Tageblatts, in Berlin.

Hierher gehörte zunächst die Einwirkung des Terminhandels auf die Preisbildung, die aber für den Effektenhandel nicht so sehr in Betracht kam, wie, den agrarischen Interessen gemäfs, für den Warenhandel. Beim Effektenhandel entstand nur die Frage, ob die durch den Terminhandel zweifellos erleichterte Beteiligung des börsenfremden Publikums störend auf die richtige Preisbildung einwirke. War das der Fall, und das war von einer Reihe von Sachverständigen behauptet worden, dann war auch im Interesse einer produktiveren Gestaltung und gröfseren Leistungsfähigkeit des Effektenhandels eine Fernhaltung der Outsiders von Terminspekulationen in Effekten zu wünschen, eine Beschränkung des Börsenspiels anzustreben. Eine derartige Beschränkung des in der Form des Terminhandels sich bewegenden Börsenspiels war aber sehr schwierig, namentlich dann, wenn sie erreicht werden sollte durch eine sachliche Begrenzung der Geschäftsformen und Spekulationsobjekte. Denn wenn auch in der Börsenenquetekommission nicht genau festgestellt wurde, wieweit der Grofshandel und die damit verbundene berechtigte Spekulation des Terminhandels für ihre Geschäftsthätigkeit — abgesehen von Interventionen, Emissionen und Arbitrage — bedürfen, so war doch anerkannt, dafs diese Form für den Grofshandel sehr vorteilhaft und bei genügendem Kapitalbetrag auch volkswirtschaftlich berechtigt sei. Es handelte sich also um eine genaue Grenzziehung zwischen berechtigter und unberechtigter Spekulation in der Form des Effektenterminhandels.

Hierzu kam noch eine weitere Aufgabe. Um dem Börsenspiel der Outsiders und der Verleitung dazu entgegenzutreten, hatte die Judikatur auf privatrechtlichem Wege versucht, durch Klagloserklärung der sogenannten reinen Differenzgeschäfte eine Einschränkung der unberechtigten Spekulation herbeizuführen. Nur war das sehr mangelhaft gelungen, und für die Börsenenquetekommission entstand hier besonders die Aufgabe, an Stelle der eingerissenen Rechtsunsicherheit einen klaren und sicheren Rechtszustand zu schaffen.

Dieses waren also die Probleme des Effektenterminhandels, welche von der Börsenenquêtekommission am eingehendsten erörtert wurden: Fernhaltung der Outsiders von Börsen- und insbesondere auch Terminspekulationen aus socialpolitischen und volkswirtschaftlichen Gründen und Schaffung eines klaren Rechtszustandes. Im Vordergrunde stand bei den vorgeschlagenen Mafsregeln der socialpolitische Zweck, und dieser sollte durch strafrechtliche Bestimmungen gegen Verleitung zu Börsenspekulationen und gegen Ausbeutung erreicht werden.

Die Regierung behielt in ihrem Entwurfe des Börsengesetzes diesen Zweck in der Hauptsache bei, suchte ihn aber

weniger durch Strafbestimmungen als vielmehr durch subjektive Beschränkung der Terminspekulation zu erreichen.

Eine principielle Abweichung in Hinsicht auf den zu erreichenden Zweck und die dafür anzuwendenden Mittel zeigt das Gesetz, wie es in der Kommission und den Verhandlungen des Reichstages zu stande kam. Durch das Verbot des Börsenterminhandels in Bergwerks- und Fabrikunternehmungen sollte verhindert werden, dafs die Börse einen Einflufs auf die industriellen Unternehmungen gewinne, welcher deren gedeihlichen Entwicklung schädlich sei.

Da die Ausdehnung des Börsenregisters auf den Effektenterminhandel und das Terminhandelsverbot in einigen Papieren von der gröfsten Bedeutung für die weitere Gestaltung des Effektenhandels unter dem Börsengesetz wurden, so ist auf ihre Entstehung hier etwas näher einzugehen.

Die Börsenenquetekommission hatte als die Hauptquelle der im Effektenterminhandel vorhandenen Mifsstände die zu weitgehende Beteiligung des Privatpublikums an diesen Geschäftsformen bezeichnet[1]. Andererseits war aber durch die Sachverständigenvernehmung zur Genüge bekannt, dafs ein grofser Teil der Effektenspekulationen des Privatpublikums sich nicht in den Formen des Zeitgeschäfts, sondern vielmehr in denen des Kassageschäfts bewegte, und dafs hier dieselben Mifsstände wie dort vorhanden waren. Diese Mifsstände bestanden aber in den mannigfachen wirtschaftlichen, socialen und moralischen Nachteilen, welche die unerfahrenen und meist kapitalarmen Outsiders bei ihren Spekulationen gegenüber den geschäftsgewandten und ökonomisch überlegenen Effektenhändlern erlitten.

Jenen Mifsständen liefs sich in verschiedener Richtung durch eine Begrenzung der Spekulation des Privatpublikums entgegenwirken.

Eine Einengung der Outsiderspekulationen, die bekanntlich oft zum Börsenspiel ausarteten, konnte zunächst versucht werden durch eine sachliche Beschränkung der Spekulationsformen. In den Verhandlungen der Börsenenquetekommission war auch aus socialpolitischen und anderen, im folgenden noch näher zu erörternden Gründen, ein diesbezüglicher Antrag eingebracht worden[2], hatte aber nicht die Zustimmung der Mitglieder gefunden, denn es erschien der Kommission zum mindesten zweifelhaft, ob es nicht der Börse bei einem Verbote des Termingeschäfts für eine gröfsere Anzahl von Wertpapieren gelingen würde, für Spiel- und Spekulationsgeschäfte in diesen Papieren andere Formen zu finden[3].

---

[1] Bericht S. 95.
[2] Vgl. Sitzungsprotokolle S. 129.
[3] Bericht S. 95.

Wie wenig auch mit Verboten des Börsenterminhandels das gewünschte Ziel zu erreichen war, hatten die Erfolge der in- und ausländischen Gesetzgebung auf diesem Gebiete und die Verhältnisse an denjenigen Börsen, an denen kein Terminhandel besteht oder bestand, in hinreichendem Maſse klargelegt.

Die Börsenenquetekommission erklärte sich daher gegen eine sachliche Beschränkung der Spekulation durch Verbot gewisser Geschäftsformen; sie beschränkte sich nur auf einige Vorschläge über die Zulassung von Effekten zum Börsenterminhandel, wodurch einheitliche Verhältnisse für das Reich und der Ausschluſs kleiner Unternehmungen vom Börsenterminhandel erreicht werden sollten. Aufserdem empfahl sie den Regierungen, darauf hinzuwirken, daſs Personen, welche gewerbsmäſsig Börsengeschäfte in Effekten betreiben, sich als Kaufleute ins Handelsregister eintragen lassen[1].

Ebensowenig vermochte sich die Börsenenquetekommission für eine subjektive Beschränkung der Outsiderspekulationen auf dem Gebiete des Effektenhandels auszusprechen. Die Ausdehnung des Börsenregisters auf den Effektenterminhandel wurde abgelehnt, weil man erkannt hatte, daſs die unberechtigte Spekulation sich hier fast ebenso leicht des Kassageschäfts, als des Termingeschäfts bedienen kann. Da überdies im Effektenterminhandel der Kreis der Interessenten ein weiterer ist als im Warenhandel, so befürchtete die Kommission, die Einführung des Börsenregisters in den Effektenterminhandel würde diese Einrichtung unwirksam machen, weil dann zu viele Eintragungen erfolgen würden. Das Börsenregister war nur ein Experiment von unsicherem Erfolge und sollte daher nur zunächst für den Warenterminhandel eingeführt werden.

Mehr Erfolg in der angedeuteten Richtung versprach sich die Börsenenquetekommission von Strafbestimmungen gegen Verleitung und Ausbeutung unerfahrener und wirtschaftlich unselbständiger Personen in Bezug auf Effektengeschäfte. Die Kommission war zu der Überzeugung gelangt, daſs ein groſser Teil der Outsiderspekulationen nur durch Verleitung zu stande kommt, was allerdings mehr für den Waren- als für den Effektenhandel gilt. Dieser Verleitung und der damit meist verbundenen Ausbeutung sollte auf dem Gebiete des Effektenhandels durch Strafvorschriften entgegengetreten werden, doch sollten diese Strafbestimmungen sich nicht bloſs auf Börsentermingeschäfte, sondern auf alle Geschäfte in Bezug auf Börsenpapiere erstrecken. Der Vorschrift zuwider abgeschlossene Geschäfte sollten civilrechtlich ungültig sein. Die Vorschläge waren hier absichtlich recht weit gefaſst, um damit

[1] Bericht S. 116.

allen Umgehungen des Gesetzes (also etwa Spekulationen in anderen Formen, vergl. New-Yorker Verhältnisse) entgegentreten zu können. Natürlich entstand damit auch die Gefahr, dass der Richter bei der Handhabung jener Bestimmungen zu weit gehen könnte, eine Möglichkeit, der die Kommission aber keine grössere Bedeutung beilegte.

In Ergänzung jener Strafbestimmungen wurde dann noch von der Kommission eine börsendisciplinarische Ahndung von Anreizung zum Börsenspiel durch marktschreierische Reklame und von Geschäftsabschlüssen mit Handelsangestellten und Kassenbeamten befürwortet.

Alle diese Vorschriften verfolgten in erster Hinsicht, wie hier nochmals hervorzuheben ist, einen sozialpolitischen Zweck; dass auf wirtschaftlichem Gebiete damit auch eine grössere Produktivität des Handels erreicht werden sollte, kam erst in zweiter Linie in Betracht.

Gelang es auf dem angedeuteten Wege, das Börsenspiel der Outsiders zu beschränken, dann war auch auf juristischem Gebiete die Konsequenz zu ziehen durch Aufhebung des Differenzeinwandes, dessen Bestehen durch eine verschiedenartige Rechtsprechung in den höheren Instanzen zu einer sehr bedenklichen Rechtsunsicherheit geführt hatte, während es andererseits der Judikatur auch gar nicht möglich war, in dieser Weise auf privatrechtlichem Wege eine reinliche Scheidung zwischen berechtigter Börsenspekulation und zwischen Börsenspiel durchzuführen. Die Börsenenquetekommission hob daher in ihrem Berichte den Differenzeinwand für alle Zeitgeschäfte (nicht nur für Börsentermingeschäfte) in Effekten auf.

Der Regierungsentwurf zeigte in Bezug auf den durch das Börsengesetz zu erreichenden Zweck keine Abweichung von den Ergebnissen der Börsenenquetekommission, aber er versuchte diesen Zweck mit anderen Mitteln zu erreichen. Die Vorschläge der Börsenenquetekommission auf strafrechtlichem und civilrechtlichem Wege liefs er fallen, weil die Durchführung derselben in der richterlichen Praxis zu schwierig sei. Hier behielt er nur eine Strafbestimmung gegen gewohnheitsmässige Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften bei, ohne aber das Merkmal des Strafthatbestandes festzulegen.

In der Hauptsache sollte die Fernhaltung des Outsiders von Börsenspekulationen in Effekten erreicht werden durch Ausdehnung des Börsenregisters auf den Effektenterminhandel. Zugleich hoffte man damit dem Handel einen klaren Rechtszustand zu geben, in ähnlicher Weise, wie das schon die Börsenenquetekommission vorgeschlagen hatte. Die Bedenken jener Kommission, dass die Spekulation auch auf dem Kassamarkte in grösserem Umfange möglich sein würde, teilte die Regierung nicht; sie hielt diese Form für den Handel und

die Spekulation zu schwerfällig, als dass ein grosser Verkehr sich darin entwickeln würde. Nach dem Entwurf sollten rechtsgültige Börsentermingeschäfte nur abgeschlossen werden können von Personen, die ins Börsenregister eingetragen sind. Diese Bestimmung galt sowohl für den Handel an der Börse als auch für den Kommissionsverkehr. Für solche Geschäfte sollte der Differenzeinwand wegfallen, während alle anderen Börsentermingeschäfte unklagbar sein sollten. Hierdurch war bei Masseneintragungen eine Verschiebung des Rechtszustandes im Interesse der Börsenkaufleute möglich, dagegen musste bei wenigen Eintragungen für den Effektenhandel die Rechtslage sich verschlechtern.

Die Begründung des Börsenregisters war bekanntlich folgende: Man ging von der Erwägung aus, dafs es mit den gesellschaftlichen Ansichten im allgemeinen nicht vereinbar sei, dafs eine Person, welche in ihrem Berufe nichts mit der Börse zu thun hat, durch ein derartiges öffentliches Register als ein Börsenspekulant bezeichnet wird. Vermutlich würden daher die Eintragungen der Outsiders unterbleiben, und da dann ihre Börsentermingeschäfte unklagbar seien, so würden die Börsenbesucher sich scheuen, derartige Geschäfte mit ihnen abzuschliessen.

In dieser Begründung erblickten aber die Effektenhändler ihrerseits eine Herabwürdigung ihres Standes. Was dem einen recht sei, sei dem andern billig, und wenn für die Outsiders das Börsenregister einen odiösen Charakter habe, so habe es denselben auch für die Börsenbesucher. Das Börsenregister sei lediglich ein Spielerregister, in das sich kein ehrbarer Kaufmann dürfe eintragen lassen. Dafs auch praktische Bedenken gegen die Eintragung sprachen, ist zweifellos, es läfst sich aber nicht entscheiden, ob sie die moralischen überwogen. Die Befürchtung der Börsenenquetekommission, dafs bei Ausdehnung des Registers auf den Effektenhandel die Zahl der Eintragungen zu grofs und damit die ganze Einrichtung unwirksam würde, schien sich also nicht zu erfüllen. Im Gegenteil war zu befürchten, dafs die Unwirksamkeit des Registers in der zu geringen Anzahl der Eintragungen liegen würde.

Mit der Einführung des Börsenregisters war natürlich eine Begriffsbestimmung der Börsentermingeschäfte in Wertpapieren erforderlich. Sollte eine solche Definition sich wirksam erweisen, so mufste sie das wirtschaftliche Wesen des Börsenterminhandels treffen und nicht sich an äufsere Formen desselben anklammern. Die Schwierigkeit einer solchen Bestimmung war schon in der Börsenenquetekommission anerkannt worden; die Regierung lehnte sich in ihrem Entwurfe an die Definition des Reichsstempelgesetzes von 1894 an. Ob diese Begriffsbestimmung den erwähnten Anforderungen ent-

sprach, werden wir im folgenden noch näher zu erörtern haben.

Zunächst entstand hier nur die Frage, ob der Handel angesichts seiner Abneigung gegen das Börsenregister die Eintragung, die ja nur eine fakultative war und daher in das freie Vertragsrecht nicht eingriff, wirklich ablehnen würde. Trat dieser Fall ein, dann mufste der Handel auf alle Börsentermingeschäfte oder doch wenigstens auf deren Rechtssicherheit verzichten. Vielleicht war es ihm aber auch möglich, für seine Zwecke eine neue Geschäftsform zu finden, deren Rechtsgültigkeit von dem Börsenregister nicht berührt wurde. Wie weit aber damit der legitime Handel erschwert und die Outsiderspekulationen eingeschränkt würden, mufste sehr zweifelhaft sein. — Es zeigte sich also hier schon die ganze Unsicherheit des Börsenregisters, dessen experimentelle Wirkung erst abzuwarten war. Die Verhältnisse aber wurden noch verwickelter durch die Umgestaltung, welche der Entwurf im Reichstag erfuhr.

Wie wir schon sahen, war im Entwurf noch nicht die Rede von einem Verbot des Terminhandels in einzelnen Wertpapieren. Er enthielt nur, entsprechend den Vorschlägen der Börsenenquetekommission, eine Vorschrift, welche den Bundesrat ermächtigte, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zn machen oder ihn in gewissen Wertpapieren ganz zu untersagen. Dass diese Bestimmung unter der Geltung des Gesetzes auch praktische Bedeutung erlangen würde, war nach den Mitteilungen des preussischen Handelsministers in der Reichstagskommission zweifellos. Vermutlich handelte es sich dabei um die Untersagung des Börsenterminhandels in einigen Papieren mit kleinem Grundkapital. Dafs überhaupt eine bestimmte Kategorie von Effekten, also etwa Industriepapiere, ausgeschlossen werden sollten, ist nicht ersichtlich und auch nicht anzunehmen.

Ein derartiges Verbot brachte aber der Reichstag in das Gesetz. Schon in seiner ersten Lesung des Entwurfs wurde aus konservativen Kreisen heraus und vom Centrum die Aufhebung des Terminhandels in dividendentragenden Papieren, bezw. in Industrie- und Montanwerten befürwortet. Diese Befürwortung erfolgte teilweise aus sozialpolitischen Gründen, namentlich aber im Interesse von Industrie und Bergbau, deren Papiere auf Termin gehandelt wurden. Der Entwurf wurde dann bekanntlich einer Kommission von 21 Mitgliedern überwiesen, und dort verdichteten sich jene Anregungen zu einem gesetzlichen Verbot des Börsenterminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen. Motiviert wurde das Verbot damit, dafs durch den Terminhandel in Aktien gewerblicher Unternehmungen die Börse einen Einfluſs auf diese Unternehmungen gewinne, der einer ruhigen, gedeihlichen

Entwicklung derselben nicht förderlich sei.[1] Diese Begründung erscheint sehr unklar. Was darunter zu verstehen ist, läfst sich aber aus den Verhandlungen des Reichstags und aus den Erhebungen der Börsenenquetekommission unschwer entnehmen. Ähnlich wie das Verbot des Börsenterminhandels in Getreide und Mühlenfabrikaten auf die Agrarier, so ist die Untersagung des börsenmäfsigen Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen auf die beteiligte westdeutsche Industrie und die Zechen selber zurückzuführen. Charakteristisch ist hier die Aussage des Sachverständigen Königs[2] (Direktor des Schaaffhausenschen Bankvereins in Köln) in der Börsenenquetekommission: „Die Industrie würde es im grofsen und ganzen freudig begrüfsen, wenn ihre Papiere nicht mehr in den Ultimohandel kämen.“ Ähnlich äufserte sich Abgeordneter Fritzen (Centrum) in der ersten Lesung des Reichstags in Bezug auf die Zechen.

Warum wünschten nun Industrie und Bergbau den Ausschlufs ihrer Papiere vom Terminhandel? Die Aussagen des Sachverständigen Königs in der Börsenenquetekommission geben uns darüber Auskunft. Durch den Terminhandel in den Anteilen gewerblicher Unternehmungen wird die spekulative Teilnahme an diesem Handel über das berechtigte Mafs hinaus vermehrt. Das Interesse der Spekulanten konzentriert sich aber mehr auf die Kursschwankungen der Papiere als auf die Prosperität der Werke. Es werden daher täglich je nach der Richtung der Spekulation die unkontrollierbarsten Gerüchte über die Werke verbreitet. Bei einer Haussetendenz wird die Lage des Unternehmens in den rosigsten Farben geschildert, bei einer Baisseströmung finden Angriffe auf den Kredit der Gesellschaft statt. Bei Kassaumsätzen sei das nicht der Fall. Da erfahre man durch die Nachrichten in den Zeitungen gerade soviel, als zu einem Urteil über die Lage des Unternehmens nötig sei. Als weiterer Grund gegen den Terminhandel wurde noch angeführt, dafs die Aktien der auf Ultimo gehandelten Werke zum grofsen Teil flottantes Material wären. Mit Hilfe der Einrichtungen des Ultimohandels sei es dann möglich, auf dem Wege des Reports in den Besitz einer grofsen Anzahl von Aktien zu gelangen und mit diesen in der Generalversammlung Beschlüsse durchzusetzen, welche nicht im Interesse einer dauernden Prosperität der Werke, sondern vielmehr der Spekulation liegen.

Dafs im übrigen diesen Einwendungen gegen den Terminhandel in Montan- und Industriewerten ein berechtigter Kern innelag, ist nicht zu leugnen; aber andererseits ist auch gar

[1] Stenographische Berichte des Reichstags, 9. Legislaturperiode. 4. Session, Anlageband II S. 1475.

[2] Sachverständigenvernehmungen S. 1929.

nicht zu verkennen, dafs in diesen Gründen gegen den Terminhandel mehr das Interesse der Direktoren und Aufsichtsräte als das der gewöhnlichen Aktionäre zum Ausdruck gelangt. Hier kommt denn auch die Frage hinzu, ob die objektiv volkswirtschaftlichen Vorteile des Terminhandels in den genannten Werten nicht gröfser sind als jene doch vorwiegend privatwirtschaftlichen Nachteile. Dafs die Industrie als solche von dem Terminhandel geschädigt wurde, ist kaum bewiesen worden. Als die objektiv volkswirtschaftlichen Vorteile des Terminhandels in Werten, die nicht international gehandelt werden, war aber immer bezeichnet worden: Die breite Marktbildung, und damit zusammenhängend, die stetige Preisgestaltung und die Möglichkeit jederzeit ohne grofses Verlustrisiko kaufen und verkaufen zu können. Diese Vorteile hatte die Reichstagskommission auch erkannt, hielt sie aber nicht so wichtig, wie die erwähnten, vermeintlichen Nachteile für die Industrie und den Bergbau. Wie weit aber der Terminhandel in jenen Papieren ein Bedürfnis des legitimen Handels ist, ob derselbe jener Kreditmittel bedarf, weil die verfügbaren Cirkulationsmittel nicht ausreichen[1], ob namentlich die kleinen Bankiers gegenüber der Konkurrenz der Grofsbanken jene Form benötigen, diese Fragen wurden im Reichstag natürlich gar nicht berührt, obwohl ihre Beantwortung für die Entscheidung im vorliegenden Falle sehr erwünscht gewesen wäre.

Die Regierung widersetzte sich in der Reichstagskommission teilweise sehr lebhaft dem gesetzlichen Verbot, indem sie auf die volkswirtschaftlichen Vorteile des Terminhandels hinwies und betonte, dafs nicht durchweg die Industrie von seiner Schädlichkeit überzeugt sei, während sie allerdings andererseits durchblicken liefs, dafs der Bundesrat bei einer Anzahl von Terminwerten schon von seinem Untersagungsrecht Gebrauch machen würde. Nachdem trotzdem in der ersten Lesung der Kommission die gesetzliche Untersagung beschlossen worden war, wandte sich der preufsische Handelsminister an drei Interessenvertretungen der Industrie und des Bergbaues mit der Anfrage, wie sie sich einem gesetzlichen Verbot des Terminhandels in ihren Werten gegenüberstellen würden. Der „Verein zur Wahrung der gemeinsamen wirtschaftlichen Interessen von Rheinland und Westfalen“ sprach sich gegen das Verbot aus. Der „Oberschlesische Berg- und Hüttenmännische Verein“ erklärte, dafs er kein Interesse an dem Terminhandel in Bergwerkspapieren habe, dafs aber einzelne seiner Mitglieder, die daran beteiligt wären, gegen ein Verbot seien. Nur der „Verein für die bergbaulichen Interessen des Oberbergamtsbezirks Dortmund“, dem die meisten Werke, deren Papiere auf Termin gehandelt werden, angehören, erklärte, dafs ein

[1] Vgl. Dr. Siemens, Sachverständigenvernehmungen S. 1934.

Bedürfnis zum Terminhandel in Bergwerkspapieren nicht vorliege. Also auch in den beteiligten Kreisen der Industrie selber bestand keine einheitliche Meinung über die Notwendigkeit des Terminhandels.

In der zweiten Lesung der Reichstagskommission blieb das gesetzliche Verbot trotz des Widerstrebens der Regierung bestehen. Offenbar war die Regierung für die gesetzliche Untersagung infolge ihrer unsicheren Haltung gegenüber der Terminhandelsfrage zum grofsen Teile selbst verantwortlich.

Es läfst sich aus den Verhandlungen der Kommission und des Reichstags nicht erkennen, wie weit aufser den Interessen gewisser industrieller Kreise noch andere Gründe für das Verbot mitgewirkt haben. Dafs socialpolitische Erwägungen mitspielten, erscheint zweifellos. Ob auch Bedenken gegen eine schädliche Vermengung von Terminspekulationen und privater Unternehmerthätigkeit, die vermeintliche Einwirkung von Terminkursen auf die Lohnforderungen der Arbeiter oder die Interessen der Provinzbörsen gegenüber der Konzentration des Aktienhandels an der Berliner Börse eine Rolle spielten, ist durchaus unersichtlich, wenn auch teilweise wahrscheinlich.

In der zweiten und dritten Lesung des Reichstages wurde das Verbot kaum noch erwähnt; es trat zurück hinter den Debatten über die Untersagung des Terminhandels in Getreide- und Mühlenfabrikaten. Auch die Regierung hatte sich inzwischen mit dem gesetzlichen Verbot abgefunden und machte keinen Versuch mehr, dasselbe zu beseitigen.

Im übrigen wurde an den Bestimmungen des Entwurfs, die sich auf den Effektenterminhandel bezogen, kaum etwas geändert, ausgenommen, dafs gesetzlich die Zulassung neuer Werte zum Börsenterminhandel von einem Kapital von mindestens 20 Millionen Mark abhängig gemacht wurde.

Durch jene Verbotsbestimmungen war einerseits dem Börsengesetz ein neuer Zweck untergeschoben, andererseits war aber dem Effektenhandel in einer Anzahl von Objekten seine vollkommenste Technik genommen worden. War diese Technik für den Handel notwendig, so entstand hier in seiner Organisation eine Lücke, die er in anderer Weise ausfüllen mufste. Ob ihm das gelang, namentlich bis zu dem Grade, wie es für seine Zwecke wünschenswert war, war noch sehr zweifelhaft, obwohl schon während der Reichstagsverhandlungen Stimmen laut geworden waren, welche die Errichtung reiner Reportbanken für die Überleitung des Verkehrs in andere Formen empfohlen hatten. Zugleich war aber damals schon betont worden, dafs ein solches Vorgehen eine Umgehung des Gesetzes darstelle, welcher die Regierung entgegenzutreten habe. Es handelte sich also darum, eine Form zu finden, welche nicht mit dem Gesetz in Konflikt kam, andererseits aber auch den Verkehr nicht zu sehr erschwerte. Schon in

der Börsenenquetekommission und später war vielfach auf die New-Yorker Effektenbörse hingewiesen worden, an der bekanntlich nur Kassageschäfte abgeschlossen werden, während das Kreditmoment arbeitsteilig in der besonderen Einrichtung der Loan-Exchange seinen Ausdruck findet. Offenbar war es aber unmöglich, derartige Einrichtungen auf die deutschen Börsen zu übertragen, weil die Besteuerung der uneigentlichen Lombardgeschäfte diese Form für den Effektenhandel zu schwerfällig gemacht hätte. Bei der Ausbildung einer Surrogatform für den Börsenterminhandel mufste also auch eine höhere Besteuerung als sie für die früheren Geschäfte bestand, vermieden werden.

Wir werden im folgenden zu untersuchen haben, ob und wie dem Effektenhandel bei dem neuen Rechtszustand die Herausbildung einer solchen Surrogatform gelang, welche Wirkung diese neue Form für den Effektenhandel selbst in wirtschaftlicher und rechtlicher Beziehung hatte, und ob damit der socialpolitische und wirtschaftliche Zweck des Terminverbots erreicht wurde.

Ein weiterer Teil unserer Untersuchung wird sich, wie schon eben angedeutet, mit der Wirkung des Börsenregisters zu beschäftigen haben. Mit dem Verbot des Börsenterminhandels in den genannten Aktien hatte natürlich das Börsenregister für den Verkehr in diesen Effekten, abgesehen von den strittigen Fällen der Auslandgeschäfte, seine Bedeutung verloren. Es erstreckte sich nur auf den Börsenterminhandel in den nicht verbotenen Papieren. Zu den moralischen Bedenken der Effektenhändler gegen die Eintragung gesellten sich schwerwiegende praktische Bedenken. Die Ausdehnung des Börsenregisters auf den Kommissionsverkehr erforderte für die Rechtsgültigkeit der Börsentermingeschäfte auch die Eintragung der Kommittenten. Dafs die Outsiders sich würden eintragen lassen, war nicht zu hoffen. Nun besteht aber gerade die Kundschaft der kleinen und mittleren Bankiers vorwiegend aus solchen Outsiders. Welchen Rechtsschutz konnten ihre Terminabschlüsse mit der Kundschaft aber haben, wenn diese sich nicht eintragen liefs? Offenbar gar keinen. Ihr ganzer Kommissionsverkehr, so weit es sich in den Formen des Börsenterminhandels bewegte, war rechtlos. Diesen Verkehr in die Form des Kassageschäfts überzuleiten, war ihnen aber aus Kapitalmangel nicht möglich, und von der Kundschaft gröfsere Kapitalbeträge zu fordern, hätte diese von ihnen weggedrängt. Die kleinen und mittleren Bankiers befanden sich also hier in einer recht schwierigen Lage. Sie waren zum grofsen Teil auf den Kommissionsverkehr angewiesen und bedurften bei den niedrigen Provisionen grofser Umsätze, die aber für sie am leichtesten mit Kreditgeschäften möglich waren. Es handelte sich für sie also entweder um Verzicht auf einen

wesentlichen Teil ihrer Einnahmen oder das Eingehen rechtsungültiger Geschäfte. Ein Ausweg bot sich vielleicht dann, wenn es gelang, eine neue Form des Kreditgeschäfts zu finden, welche von den Bestimmungen des Börsenregisters nicht berührt wurde.

War so gegenüber der Kundschaft aus praktischen Erwägungen eine Eintragung überflüssig, so kam dieselbe gegenüber den Mitgliedern des Handelsstandes vorwiegend aus moralischen Gründen nicht in Betracht; hier verliefs man sich darauf, dafs Treu und Glauben im Verkehr mächtiger seien als Gesetzesbestimmungen.

Für die grofsen Berliner Centralbanken lagen die Verhältnisse etwas anders. Abgesehen davon, dafs ihre Kundschaft zu einem erheblichen Teile selbst wieder aus Bankiers besteht, kam hier noch als neues Moment die Verantwortlichkeit der Leiter der Aktiengesellschaften gegenüber ihren Aktionären hinzu. Gelang es, die Eintragung der Bankiers durchzusetzen, dann war ein grofser Teil ihrer Börsengeschäfte rechtsgültig. Hier zeigte sich also schon der Gegensatz zwischen Banken und Bankiers, gegenüber der Eintragung, der später unter der Herrschaft des Börsengesetzes noch mehr zur Geltung kam. Liefsen sich die Bankiers nicht eintragen, dann blieb natürlich den Banken nichts weiter übrig, als reine Kassageschäfte abzuschliefsen, was dann wieder den Handel bedeutend erschwert hätte, oder ebenfalls das Geschäft in eine neue Kreditform überzuleiten, welche von dem Börsengesetz nicht berührt wurde. Auch hier werden wir zu untersuchen haben, ob und wie die Ausbildung einer solchen Surrogatform in rechtlicher und wirtschaftlicher Hinsicht gelungen ist. Daran wird sich aber die weitere Frage anschliefsen, ob bei dieser neuen Form auch der Zweck des Börsenregisters, nämlich die Fernhaltung der Outsiders von Börsenspekulationen, gelungen ist.

II.

Die rechtliche Lage des Effektenhandels unter dem Börsengesetz.

Das Börsengesetz schafft nur eine neue Rechtslage für den Börsenterminhandel, für die anderen Formen des Effektenhandels bleibt der seitherige Zustand bestehen. Ferner hat das Gebiet des Börsenterminhandels selbst wieder eine verschiedene Reglung erfahren, je nach seinen Objekten: Der Börsenterminhandel ist in einer Reihe von Papieren verboten, in anderen Papieren ist die rechtliche Wirksamkeit von gewissen persönlichen Voraussetzungen abhängig gemacht.

1. Der Börsenterminhandel.

Das Börsengesetz giebt keine Begriffsbestimmung des Börsenterminhandels; es definiert lediglich die Börsentermingeschäfte. Als solche gelten Kaufs- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte, die geschlossen sind:

1. auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist;

2. nach Geschäftsbedingungen, die vom Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt sind, und

3. für die an der betreffenden Börse eine amtliche Feststellung von Terminpreisen erfolgt. § 48 des Börsengesetzes.

Alle diese drei Merkmale müssen vorhanden sein, damit ein Börsentermingeschäft vorliegt. Es ist aber für dessen rechtlichen Charakter nicht erforderlich, dafs es an der Börse abgeschlossen wurde, sondern es fallen auch Kommissionsgeschäfte unter diese Definition. Auch verliert ein Geschäft seinen Charakter als Börsentermingeschäft nicht dadurch, dafs einzelne nebensächliche Punkte der vom Börsenvorstand festgesetzten Geschäftsbedingungen abgeändert sind; vielmehr ist

dazu erforderlich, dafs die Abweichung sich auf wesentliche Punkte erstreckt[1].

Für den Handel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen besteht folgender Rechtszustand:

1. Der Börsenterminhandel ist in Anteilen dieser Papiere verboten. § 50 Abs. 2. Dieses Verbot erstreckt sich also nicht nur auf Aktien, sondern auf alle Anteile solcher Unternehmungen, d. h. auch auf Kuxe von Gewerkschaften.

2. Als Folgen dieses Verbots bezeichnet das Gesetz in den §§ 51—52:

a) Börsentermingeschäfte in den genannten Papieren sind von allen Börseneinrichtungen (d. h. der amtlichen Kursnotiz, der Schiedsgerichte, der Skontrierung durch den Liquidationsverein) ausgeschlossen.

b) Die Kursmakler dürfen derartige Geschäfte nicht vermitteln.

c) Die Veröffentlichung und mechanische Vervielfältigung von Kurszetteln über derartige im Inlande abgeschlossene Geschäfte ist verboten.

d) Ein von der Mitwirkung der Börsenorgane (Kursmakler, amtliche Terminnotiz) unabhängiger Terminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ist von der Börse ausgeschlossen, soweit er sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen bewegt. Im Kommissionsverkehr ist er aber gestattet, da das Gesetz hierfür kein Verbot enthält.

e) Dieselben Rechtsfolgen — Ausschlufs von den Börseneinrichtungen, Verbot der Vermittlung durch Kursmakler und der Veröffentlichung und der mechanischen Vervielfältigung von Kurszetteln — wie das gesetzliche Verbot hat auch die durch die Börsenaufsichtsbehörde erfolgte Untersagung eines thatsächlich stattfindenden Terminhandels in Papieren, deren Zulassung zum Börsenterminhandel nicht nachgesucht ist. Doch erstreckt sich diese Bestimmung weniger auf Bergwerks- und Industriepapiere, als vielmehr auf die übrigen Effekten.

3. Strafrechtliche Vorschriften, welche den Abschlufs von Börsentermingeschäften in den verbotenen Papieren treffen sollen, enthält das Börsengesetz nicht. Nur die Veröffentlichung und Verbreitung von Terminnotizen entgegen den Bestimmungen des § 51 Abs. 2 (vgl. oben 2c) wird mit Geld- bezw. Haft- oder Gefängnisstrafe bedroht. Das Fehlen einer Strafbestimmung erklärt sich folgendermafsen: Der Entwurf enthielt kein gesetzliches Verbot, sondern räumte nur dem Bundesrat ein Untersagungsrecht des Börsenterminhandels ein. Die Regierung

[1] Bericht S. 112—113.

war der Ansicht, dafs die oben bezeichneten Folgen des Verbots an sich schon den Börsenterminhandel unmöglich machen würden und glaubte daher von Strafvorschriften absehen zu können, zumal auch auf börsendisciplinarischem Wege gegen eine Übertretung des Verbots vorgegangen werden konnte. In den Verhandlungen der Kommission und des Reichstages wurde diese Frage, soweit aus den Berichten ersichtlich ist, nicht mehr berührt; die Einführung gesetzlicher Verbote nahm das ganze Interesse der Kommission und des Reichstages in Anspruch, die Aufstellung von Strafbestimmungen trat dagegen zurück. Später wurde von agrarischer Seite zugestanden, die Einführung einer Strafbestimmung sei im Reichstag vergessen worden und müsse noch nachträglich in das Gesetz aufgenommen werden. Dazu ist es aber niemals gekommen, und eine Übertretung des Verbots ist daher nur auf börsendisciplinarischem Wege zu ahnden.

4. Das Börsengesetz enthält auch keine civilrechtlichen Vorschriften über die Gültigkeit der dem Verbot etwa zuwider abgeschlossenen Geschäfte. Hier greift für die im Inland abgeschlossenen Börsentermingeschäfte der § 134 B.G.B. ein. Darnach ist ein Rechtsgeschäft, das gegen ein gesetzliches Verbot verstöfst, nichtig, wenn sich nicht aus dem betreffenden Gesetz ein anderes ergiebt. Das letztere ist nun beim Börsengesetz nicht der Fall, und es ist daher ein derartiges im Inland abgeschlossenes Geschäft nichtig. — Anders liegen die Verhältnisse bei Auslandgeschäften. Nach den Motiven des Börsengesetzes erfolgte das Terminverbot in erster Linie, um zu verhindern, dafs die Börse einen schädlichen Einfluſs auf die betreffenden Unternehmungen gewinne. Dieses Verbot erfolgte also in der Hauptsache aus wirtschaftlichen Gründen und gilt nur für die deutschen Börsen und deutschen Papiere. Wenn dagegen ein Inländer im Auslande, etwa in London, Börsentermingeschäfte in Minenaktien abschliefst, so sollte das durch jene Verbotsbestimmungen nicht verhindert werden. Hier kommt nur das unten noch näher zu besprechende Börsenregister in Frage. Ist die betreffende Person eingetragen, dann ist ein solches Geschäft gültig, sonst nicht.

In anderen Papieren als den Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ist der Börsenterminhandel gestattet, aber nur unter gewissen Beschränkungen.

1. Für Preufsen hat der Handelsminister einige erschwerende Ausführungsbestimmungen über die Zulässigkeit zum Börsenterminhandel erlassen. Darnach kann die Zulassung nur dann erfolgen, wenn bereits während eines längeren Zeitraumes ein regelmäfsiger Handel in den betreffenden Wertpapieren stattgefunden hat. Aufserdem ist vor der Zulassung der Vorstand des Unternehmens, um dessen Wertpapiere es sich handelt, über den Zulassungsantrag zu hören.

Im übrigen kann nach dem Gesetz eine Zulassung der Anteile von Erwerbsgesellschaften nur dann erfolgen, wenn das Kapital der betreffenden Gesellschaft, d. h. der Betrag der Wertpapiere der betreffenden Art, mindestens 20 Millionen Mark beträgt. § 50 Abs. 2. — Es bestanden bei Inkrafttreten des Gesetzes Zweifel, ob diese Bestimmung rückwirkende Kraft hätte oder, wie es nach dem Wortlaut schien, nur für neu zuzulassende Effekten Geltung haben würde. An der Berliner Börse wurde daher nach Inkrafttreten des Gesetzes von den Ältesten der Kaufmannschaft der Börsenterminhandel in einer Reihe von Papieren untersagt (Aktien der Dortmund-Gronauer Eisenbahn, der Marienburg-Mlawka-Bahn, der österreichischen Südbahn, der Schweizer Unionbahn, der Transvaalbahn), später aber dieses Verbot von dem inzwischen gewählten Börsenvorstand ohne Widerspruch der Regierung wieder aufgehoben. Das Gleiche geschah in Hamburg. Es ist daher jener Vorschrift keine rückwirkende Kraft beizulegen.

2. Die Rechtsgültigkeit der Börsentermingeschäfte ist abhängig gemacht von der vorschriftsmäfsigen Eintragung beider Parteien in das Börsenregister für Wertpapiere. § 66 Abs. 1. Die Eintragung ist nicht erforderlich für Ausländer oder Inländer, die im Inland weder einen Wohnsitz noch eine gewerbliche Niederlassung haben. § 68 Abs. 2.

Die Folgen der Nichteintragung sind:

a) Börsentermingeschäfte zwischen nicht in das Börsenregister für Wertpapiere eingetragenen Personen sind ungültig, und dieses gilt auch für die Erteilung und Übernahme von Aufträgen (Kommissionsverkehr) sowie von der Vereinigung zum Abschlufs von Börsentermingeschäften. § 66 Abs. 1, 2.

b) Bestellte Sicherheiten, also Depots und Einschüsse, sowie abgegebene Schuldanerkenntnisse sind unwirksam. § 66 Abs. 3. Die Anerkennung eines Saldos aus Börsenterminge schäften kann also noch nach Jahren angefochten werden.

c) Eine Rückforderung dessen, was bei oder nach völliger Abwicklung des Geschäfts zu seiner Erfüllung geleistet ist, findet nicht statt. § 66 Abs. 4.

d) Die genannten Folgen der Nichteintragung gelten auch für die Börsentermingeschäfte, welche im Auslande abgeschlossen sind. Auch für deren Rechtsgültigkeit ist die Eintragung des Inländers erforderlich.

3. Der Differenzeinwand, d. h. der mit Ausschlufs effektiver Lieferung begründete Einwand, fällt für alle Börsentermingeschäfte fort. Zwar sagt das Gesetz in § 69 nur, der Differenzeinwand gegen Ansprüche aus Börsentermingeschäften könne nicht erhoben werden von Personen, die vorschriftsmäfsig in das Börsenregister eingetragen sind, bezw. der Eintragung nicht bedürfen. Da aber die Ungültigkeit infolge Nichteintragung von amtswegen zu berücksichtigen ist, so

fällt auch für Nichteingetragene der Differenzeinwand fort. Börsentermingeschäfte zwischen eingetragenen Personen sind gültig, zwischen nicht eingetragenen Personen ungültig, jedoch mit folgender Einschränkung. Mit dem Differenzeinwand fällt noch nicht der Spieleinwand überhaupt für den Börsenterminhandel fort. Doch hat der Spieleinwand, der anders als durch ein reines Differenzgeschäft begründet werden kann, für die Praxis wenig Bedeutung.

2. Die anderen Formen des Effektenhandels.

Für Nichtbörsentermingeschäfte bleibt der seitherige Rechtszustand auch unter dem Börsengesetz bestehen, d. h. der Differenzeinwand gilt in demselben Umfange wie früher. Während aber seither die Grundsätze für den Differenzeinwand lediglich von der Rechtsprechung des obersten Gerichtshofes ausgingen, also auch mit der Zeit sich ändern konnten, sind dieselben durch das B.G.B. § 764 gemäfs den reichsgerichtlichen Anschauungen kodifiziert worden. Darnach gelten reine Differenzgeschäfte als Spielgeschäfte und sind somit ungültig. Das gilt auch dann, wenn nur die eine Partei den Abschlufs eines reinen Differenzgeschäftes beabsichtigte, die andere aber diese Absicht kannte oder kennen mufste. Der vertragsmäfsige Ausschlufs der Effektiverfüllung kann also auch fernerhin durch konkludente Handlungen erfolgen, und der Auslegung des Richters bleibt ein weiter Spielraum überlassen. — Begrifflich ist der Differenzeinwand für alle Geschäfte möglich, er mufste aber namentlich dann in Frage kommen, wenn die Händler an Stelle von Börsentermingeschäften etwa handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte in gröfserer Zahl abschliefsen würden.

Diesem Rechtszustande, der sich nicht durch besondere Klarheit auszeichnete, sah sich der Effektenhandel gegenübergestellt; er mufste seine wirtschaftliche Thätigkeit den veränderten Bedürfnissen anzupassen versuchen, soweit das für seine Zwecke überhaupt möglich war. Nun giebt aber, wie schon oben erwähnt, das Gesetz nur eine neue rechtliche Regelung für den Börsenterminhandel. Es erhebt sich daher zunächst die Frage, was versteht das Gesetz unter Börsenterminhandel? Ist der Börsenterminhandel identisch mit dem wirtschaftlichen Wesen des Terminhandels?

Unter Börsenterminhandel im Sinne des Gesetzes wird man verstehen müssen „fortgesetzter marktbildender Abschlufs von Börsentermingeschäften“[1]. Die drei Merkmale der Börsentermingeschäfte sind oben schon näher bezeichnet.

[1] Weber, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Suppl. Bd. 2. Anm. 1.

Offenbar kommt das erste Merkmal — Kauf- und sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist — den Börsentermingeschäften nicht allein zu. Auch die Kaufgeschäfte des Art. 357 H.G.B., d. h. die Fixgeschäfte, haben diese Eigenschaft. Die Börsentermingeschäfte sind nur eine besondere Form, oder besser gesagt, eine Weiterbildung der Fixgeschäfte in der Richtung einer gleichartigeren Gestaltung des Handels.

Es kommen daher nur noch die beiden anderen Merkmale als wesentliche Thatbestandsmerkmale der Börsentermingeschäfte und damit des Börsenterminhandels in Betracht.

Das Börsengesetz legt der amtlichen Sanktionierung des Terminhandels eine wesentliche Bedeutung bei. Thatsächlich war zur Zeit der Börsenreform in Deutschland der Effektenterminhandel auch überall amtlich geregelt. Die Börsenbehörden hatten die Usancen für den Terminhandel amtlich festgesetzt, und dieser bewegte sich regelmäfsig in jenen Formen. An diese äufsere Gestaltung des Terminhandels knüpfte die Reform des Börsengesetzes an. Wenn auch der Terminhandel unter den besonderen rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen Deutschlands im Flusse der historischen Entwicklung eine solche Form angenommen hatte, so mufste es doch gerade bei der „aalglatten Gewandtheit" des modernen Effektenhandels zum mindesten zweifelhaft erscheinen, ob eine solche amtliche Sanktionierung eine Wesensbedingung der Termingeschäfte ist, ob dieselbe deren wirtschaftlichen Charakter ausmacht.

Für den Terminhandel kommt es vor allem darauf an, dafs eine grofse Masse von Zeitgeschäften gleicher Art, von durchaus genereller Gestaltung, auf denselben Termin abgeschlossen wird, dafs für diese Geschäfte ein breiter, stets aufnahmefähiger Markt besteht. Erst dadurch wird der Terminhandel die vollkommenste Form des Handels, aber auch dadurch erleichtert er ungemein die Teilnahme der kapitallosen Spekulation und der Outsiders. Ob nun diese Gleichartigkeit sich gewohnheitsmäfsig aus Gründen der privatwirtschaftlichen Zweckmäfsigkeit heraus gebildet hat, oder ob sie durch obrigkeitliche Vorschriften erreicht ist, bleibt für den wirtschaftlichen Charakter des Terminhandels offenbar vollkommen gleichgültig. Notwendig und wesentlich ist nur diese Gleichartigkeit, wie sie zustande gekommen ist, bleibt unwesentlich.

An den deutschen Börsen war für einige Gebiete des Warenterminhandels die Festlegung von Bedingungen durch private Institutionen erfolgt, bei denen sich dieser Handel in der Hauptsache konzentrierte. An der Berliner Effektenbörse erhielt der Terminhandel in einem Papier erst dann die amtliche Sanktionierung, wenn schon vorher im freien Verkehr ein lebhafter Terminhandel längere Zeit bestanden hatte. An

der Brüsseler Effektenbörse ist der Terminhandel überhaupt nur geduldet, aber das ändert an seinem wirtschaftlichen Charakter durchaus nichts. Wünschenswert bleibt natürlich für den Terminhandel eine börsenamtliche Regelung deshalb, weil dadurch wesentliche Bestandteile des Geschäfts und seiner Abwicklung der freien Übereinkunft der einzelnen Kontrahenten entzogen sind, und somit die Gefahr einer Störung des gleichartigen Handelsbetriebes auf ein Minimum reduziert wird.

Diese Gefahr wird aber auch dann noch wesentlich vermindert, wenn die Einhaltung der Geschäftsformen gestützt wird durch einen regen Korpsgeist des Handels oder durch einzelne, bezw. Gruppen von grofsen Firmen, welche vermöge ihrer wirtschaftlichen Macht und ihres grofsen Geschäftsumfanges einen bedeutenden Einfluſs auf den Markt ausüben können. Beide Momente waren an der Berliner Börse gegeben. Die maſslosen Angriffe auf den Handel hatten dessen Standesbewufstsein neu gefestigt und ihn zu einem engeren Zusammenschluſs geführt. Andererseits bestanden unter den Börsenbesuchern einige Gruppen mit bedeutender wirtschaftlicher Macht und gleichartigen Interessen, und es lag nahe, daſs diese auch die Ausbildung neuer Formen vornehmen und deren Durchführung gewährleisten könnten. Solche Gruppen von Börsenbesuchern waren einmal die Stempelvereinigung, welche in sich die grofsen Banken vereinigt, ferner der Verein für die Interessen der Fondsbörse (oder wie wir ihn später kurz nennen werden, der Fondsbörsenverein), dem die Mehrzahl der mittleren und kleineren Bankiers angehört, und endlich die Maklerbanken. Letztere nehmen zusammen mit den grofsen privaten Maklerfirmen insofern eine besondere Stellung ein, als sich der Ultimohandel im sogenannten freien Verkehr bei ihnen im wesentlichen konzentriert. Sie sind bekanntlich wirtschaftlich dadurch interessant, daſs sie, im Gegensatz zu den vereideten Maklern, als Eigenhändler mit zwei verschiedenen Preisen für Kaufs- und Verkaufsgeschäfte auftreten, ebenso wie die Dealers der Londoner Stock Exchange.

Daſs die Einrichtung eines Effektenterminhandels auch durch solche Interessengruppen erfolgen könnte, hat der Gesetzgeber übersehen. Dagegen hat er den Liquidationskassen und dergleichen Anstalten die Festlegung von Bedingungen eines privaten Charakters dadurch unmöglich gemacht, daſs er sie der Aufsicht der Landesbehörden und der mit der Aufsicht der Börse betrauten Handelsorgane unterstellte.

Das dritte vom Gesetz aufgestellte Merkmal des Börsenterminhandels, die amtliche Feststellung von Terminpreisen, kann auch nicht als wesentlich für den wirtschaftlichen Charakter des Terminhandels angesehen werden. An der Brüsseler und Antwerpener Effektenbörse findet Terminhandel statt, aber Terminpreise werden amtlich nicht notiert. An der Pariser

Coulisse besteht ein Terminhandel in französischer Rente und fremden Fonds, aber die amtliche Terminnotierung erfolgt durch die Agents de Change nur für die von ihnen vermittelten Geschäfte. Auch für den Terminhandel im freien Verkehr an der Berliner Börse, als Vorstadium des offiziellen Börsenterminhandels fand keine amtliche Terminnotierung statt. Ob der Effektenterminhandel überhaupt auf eine Notiz verzichten kann, wie es z. B. der Getreidehandel in Chicago that, mufs allerdings sehr zweifelhaft erscheinen. Die Kommissionäre versenden zwar an ihre Kundschaft private Kursnotizen, aber das würde nicht genügen, dafs die Preise des Terminhandels über die Grenzen der Börse hinaus Geltung erlangen.

Waren so die vom Gesetz bezeichneten Merkmale des Börsenterminhandels nicht wesentlich für den wirtschaftlichen Charakter des Terminhandels, so brauchte der Handel nur eines oder mehrere dieser Merkmale fallen zu lassen, um seinen wirtschaftlichen Zweck dennoch erreichen zu können. Es entstand aber dann die Frage: Ist der Begriff der Börsentermingeschäfte und damit des Börsenterminhandels eine Legaldefinition, d. h. beruhen alle folgende Bestimmungen des Gesetzes auf dem Wortlaut dieser Definition, oder beziehen sich diese auf den Terminhandel in einem weiteren Sinne, also etwa auf den wirtschaftlichen Terminhandel überhaupt?

Der Handel nahm natürlich an, dafs jene Definition eine Legaldefinition sei, denn eine weitgehende Interpretation würde den Terminhandel völlig unmöglich, bezw. bei mangelnder Eintragung gänzlich rechtlos gemacht haben. Er stützte sich dabei auf die Thatsache, dafs das Börsengesetz in § 51 Abs. 2 selbst einen Unterschied macht zwischen Börsenterminhandel und Terminhandel. Soweit nämlich der Börsenterminhandel verboten ist, ist auch ein solcher Terminhandel von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen, der sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen bewegt. Es sollte dadurch verhindert werden, dafs in den verbotenen Papieren der Handel die oben bezeichneten Merkmale des Börsenterminhandels fallen liefs und an der Börse einen einfachen Terminhandel etablierte, der aber im übrigen die Formen des Börsenterminhandels, wie sie vom Börsenvorstand festgesetzt waren, vielleicht mit einigen unwesentlichen Abänderungen beibehielt. In Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen war also nicht nur der Börsenterminhandel an der Börse und im Kommissionsverkehr verboten und von der Börse ausgeschlossen, sondern auch ein einfacher Terminhandel war an der Börse nicht geduldet, wenn er die Formen des offiziellen Börsenterminhandels in den anderen Papieren annahm. Dagegen war ein Terminhandel im Kommissionsverkehr gestattet, auch wenn er jene Formen beibehielt.

Es mufste natürlich hier für den Terminhandel die Frage entstehen: Sind die vom Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzten Bedingungen wesentliche Bestandteile des Terminhandels? Treffen sie dessen wirtschaftlichen Kern? War das der Fall, dann war offenbar jeder Terminhandel an der Börse unmöglich.

Die Formen des Börsenterminhandels sind eine Weiterbildung der Fixgeschäfte, bei denen ebenfalls die Lieferungszeit ein wesentlicher Bestandteil des Geschäfts ist, mit dessen Innehaltung oder Verabsäumung das Geschäft steht oder fällt. Eine nachträgliche Erfüllung nach Ablauf des genau bestimmten Termins gilt nicht als Erfüllung. Während bei den Fixgeschäften aber die Festsetzung der Lieferungsquantität und der Abwicklung der freien Vereinbarung beider Teile unterliegt, sind bei dem Börsenterminhandel diese Punkte durch die Vorschriften der Börsenbehörde gleichartig für alle Teile geregelt. In Berlin konnten Termingeschäfte in Montan- und Industriewerten nur in Beträgen von 15000 Mark abgeschlossen werden. Die Lieferungsqualität ist im Effektenterminhandel fast überall die gleiche wie im Kassaverkehr. Bisweilen kommt es allerdings vor, dafs nur ein bestimmter Teil der Aktien auf Ultimo gehandelt wird. Alle Geschäftsabschlüsse lauteten auf Ende des Monats. Die Abwicklung wurde erleichtert durch den zwei Tage vor Ultimo von der Börsenbehörde festgesetzten Liquidationskurs. Die meisten Zeitgeschäfte fanden dann ihre Erledigung durch Skontrierung beim Liquidationsverein für Zeitgeschäfte und Abrechnung der Geldbeträge bei der Bank des Berliner Kassenvereins. Streitigkeiten über Lieferbarkeit der Werte oder über Auslegung der Usancen wurden durch eine Kommission der Fondsbörse unter Ausschlufs jedes Rechtsmittels endgültig entschieden. Auch die Folgen des Verzugs waren bei den Börsentermingeschäften anders geregelt als bei den Fixgeschäften. Das Rücktrittsrecht war für den nichtsäumigen Kontrahenten aufgehoben. Er hatte nur die Wahl zwischen Erfüllung nebst Schadensersatz wegen verspäteter Erfüllung oder der Zwangsregulierung. Die Zwangsregulierung konnte nach Wahl des nichtsäumigen Kontrahenten entweder durch den vermittelst eines vereidigten Maklers zu bewirkenden An- und Verkauf der verschlossenen Werte oder bei abstrakter Schadensberechnung unter Zugrundelegung des Durchschnittskurses, mit welchem dieselben am Zwangsregulierungstage notiert wurden, erfolgen. Daneben konnte die Zwangsregulierung auch zum Teil in der einen, zum Teil in der anderen Weise vorgenommen werden.

In diesen Formen bewegten sich an der Berliner Effektenbörse die Börsentermingeschäfte im Gegensatz zu den Fixgeschäften, und diese Formen mufste der Terminhandel in Montan- und Industriewerten fallen lassen, wenn er auch

fernerhin an der Börse bestehen bleiben wollte. Offenbar war es nicht nötig, dafs er zu diesem Zweck alle diese Formen fallen liefs, sondern es genügte, dafs er wesentlich verschiedene Formen einführte. Denkbar waren verschiedene solcher Geschäftsarten. Man konnte den Fixcharakter beibehalten, dagegen auf Liquidationskurs und Skontierung verzichten. Man konnte weitergehend das Rücktrittsrecht wieder einführen und auch die Folgen des Verzugs ändern. Man konnte endlich den Fixcharakter überhaupt fallen lassen und Lieferungsgeschäfte lediglich gemäfs Art. 354—356 H.G.B. mit Nachfristgewährung abschliefsen, im übrigen aber die Abwicklung beibehalten oder sie auch hier fallen lassen. In jedem Falle war das aber eine Rückkehr zu primitiveren Formen des Handels, und es blieb sehr zweifelhaft, ob ein solcher Verkehr, dem dazu noch der öffentlich rechtliche Charakter durch die amtliche Sanktionierung fehlte, imstande war, die wirtschaftlichen Funktionen des Terminhandels zu erfüllen. Es blieb sehr unsicher, ob die Gründe wirtschaftlicher Zweckmäfsigkeit und das Standesbewufstsein zu einer gleichartigen Ausgestaltung eines Handels in den genannten Formen hätten führen können. Vorausgesetzt aber, dafs alle diese Schwierigkeiten wären überwunden worden, so blieb doch immer die drohende Unsicherheit eines solchen Zustandes bestehen. Eine weitgehende Interpretation des Gesetzes durch die Gerichte oder die Börsenaufsichtsbehörde hätte auch einen derartigen Handel unmöglich machen können.

Das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft als Ersatz für den Börsenterminhandel in Montan- und Industriewerten im Verkehr an der Börse ist daher nur im Anfang nach Erlafs des Börsengesetzes in Frage gekommen. Dagegen haben die handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte als Ersatz für die Börsentermingeschäfte eine gröfsere Bedeutung im Kommissionsverkehr erlangt. Denn hier war eine Rechtsunsicherheit nicht zu befürchten, da der § 51 Abs. 2 lediglich einen Terminhandel in den verbotenen Papieren von der Börse ausschlofs und auch nur dann, wenn er die Formen der Börsentermingeschäfte angenommen hatte. — Beide Voraussetzungen aber waren hier nicht vorhanden. Wir werden im folgenden Kapitel noch auf die Technik dieser Geschäfte zurückkommen.

Für den Handel an der Börse bot sich vielleicht ein anderer Weg, wenn man von handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften überhaupt absah und etwa ähnlich wie an der Stock Exchange von New-York dem Kassageschäft eine solche Ausbildung gab, dafs es mehr als bisher für die Zwecke des Grofshandels tauglich würde, ohne aber dabei den Kapitalumlauf allzusehr zu vermehren. Eine solche Gestaltung des Kassageschäfts mufste besonders für die kleineren, kapitalschwächeren Bankiers erwünscht sein, während die grofsen

Banken vermöge ihres Kapitalreichtums jene schwerfällige Form für ihre Geschäftsthätigkeit verhältnismäfsig leichter verwenden konnten. Jedenfalls bedeutete aber die Rückkehr zum Kassageschäft noch mehr als beim handelsrechtlichen Lieferungsgeschäft einen wirtschaftlichen Rückschritt von einer vollkommenen Technik des Handels zu primitiven Zuständen. Ob die volkswirtschaftlichen Vorteile eines solchen Handels seine Nachteile erreichten, werden wir noch weiter zu untersuchen haben. In Berlin brachten die drei Maklerbanken im Interesse der kleinen Bankiers eine neue Form des Kassageschäfts zur Anwendung. Wir werden im folgenden Kapitel die Technik dieser Geschäftsform, die sich nur auf den Verkehr an der Börse beziehen sollte, zu besprechen haben.

Zunächst ist hier noch mit wenigen Worten auf den Zustand des Terminhandels in den nicht verbotenen Papieren einzugehen. Die Verhältnisse lagen hier wesentlich einfacher, wurden aber durch den Mangel an Eintragungen ziemlich verwickelt.

Auch hier ging der Handel von der Ansicht aus, dafs der § 48 des Börsengesetzes eine Legaldefinition enthalte, dafs alle Vorschriften über das Börsenregister sich nur auf solche Börsentermingeschäfte beziehen würden. Um den Ausschlufs gewisser Börsentermingeschäfte oder des Terminhandels von der Börse oder deren Einrichtungen handelte es sich hier nicht. Hier stand nur die Rechtsgültigkeit in Frage.

Um den rechtlichen Folgen der Nichteintragung zu entgehen, brauchte man nur die Merkmale des Börsenterminhandels fallen zu lassen, und wenn man ganz sicher gehen wollte, auch einen Teil seiner Formen abzuändern. In der Praxis hat man denn auch diesen Weg eingeschlagen, indem man jetzt von den handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften des Art. 354—356 H.G.B. und den Fixgeschäften des Art. 357 H.G.B. ausging. Die Darmstädter Bank legte ihren Geschäftsabschlüssen die Art. 354—356 H.G.B. zu Grunde, die Stempelvereinigung behielt den Fixcharakter bei. Die Bedingungen für Zeitgeschäfte an der Berliner Fondsbörse, welche vom Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt sind, wurden vertragsmäfsig ausgeschlossen. Damit entfiel das zweite Merkmal der Börsentermingeschäfte im Sinne des Gesetzes, und die Geschäfte waren mangels Eintragung gültig, solange nicht eine extensive Interpretation der höheren Gerichte auch diese Formen als Börsentermingeschäfte erklärte.

Auf die Technik dieser Geschäfte wird im folgenden Kapitel noch näher einzugehen sein.

Als Resultat unserer bisherigen Untersuchung haben wir gefunden, dafs das Börsengesetz seine Reformthätigkeit an die äufsere Form des Terminhandels knüpfte. Galt die vom Gesetz aufgestellte Begriffsbestimmung der Börsentermingeschäfte

als Legaldefinition, dann war die wirtschaftliche Thätigkeit des Handels auch unter dem neuen Rechtszustand voraussichtlich möglich, wenn er sich dabei auch in anderen Formen bewegen mufste als früher. Dieser Erfolg war aber nur zu erringen unter ganzer oder teilweiser Preisgabe der vollkommensten Technik des Handels. Vielleicht gelang es, dem Handel seine Beweglichkeit bis zu einem gewissen Grade wiederzugeben, aber dann drohte immer noch die Rechtsprechung, von der man nach der bisherigen Erfahrung nicht viel Günstiges für den Handel zu hoffen hatte.

III.

Die Technik der neuen Formen.

Bei einer Darstellung der neuen Handelsformen ist entsprechend dem früher Gesagten scharf zu scheiden zwischen denjenigen Papieren, in denen der Börsenterminhandel verboten ist, also den Bergwerks- und Industriepapieren, und den übrigen Effekten, für die ein solches Verbot nicht existiert.

Weitergehend ist aber für die erste Kategorie von Wertpapieren noch eine Unterscheidung zwischen dem Verkehr an der Börse und dem Kommissionsverkehr einzuführen.

An der Berliner Börse und im Kommissionsverkehr mit diesem Platze nahm der Grofshandel, der uns hier ausschliefslich zu beschäftigen hat, unter dem Börsengesetz folgende Formen an:

1. In Bergwerks- und Industriepapieren entwickelte sich im freien Verkehr der Börse ein Kassahandel zu variierenden Kursen, im Gegensatz zu dem gewöhnlichen Kassaverkehr zu dem Einheitskurs, der im wesentlichen dem Kleinhandel dient.

Ebenfalls im freien Verkehr wurde von den drei Maklerbanken eine erleichterte Form des Kassageschäfts, das sogenannte Kassakontokorrentgeschäft, eingeführt.

Aufserdem kamen im freien Verkehr als Ersatz des früheren Terminhandels im Anfang auch handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte in den genannten Papieren vor.

Für den Kommissionsverkehr in Montan- und Industriepapieren mit dem Berliner Platze führte die Stempelvereinigung handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte unter Zugrundelegung des Art. 357 des alten Handelsgesetzbuches, also Fixgeschäfte, ein.

Die Darmstädter Bank dagegen legte ihren Aufträgen die Art. 354—356 H.G.B. zu Grunde.

Aufser den handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften waren im Kommissionsverkehr der Bankiers auch die Kassakontokorrentgeschäfte in Übung.

2. In allen übrigen Papieren wurden sowohl an der Börse als im Kommissionsverkehr neben den Börsentermingeschäften handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte abgeschlossen, um damit der Rechtsunsicherheit mangels Eintragung zu entgehen.

Auch hier legte die Stempelvereinigung ihren Geschäftsabschlüssen wieder den Art. 357 H.G.B. zu Grunde.

Die Darmstädter Bank dagegen schlofs wieder handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte lediglich gemäfs Art. 354—356 H.G.B. ab.

1. Der Handel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen.

Das Börsengesetz trat gerade zu einer Zeit in Kraft, als die Industrie einer günstigen Konjunktur entgegen ging, und damit das Interesse den Montan- und Industriewerten sich in weitem Mafse zu Spekulations- und Anlagezwecken znwandte. Es war also anzunehmen, dafs sich in den genannten Papieren ein lebhafter Grofshandel entwickeln würde. Leider hatte aber das Börsengesetz durch das Verbot des Terminhandels dem Grofshandel gerade seine vollkommenste Technik genommen. Nur kleine Effektenbeträge lassen sich leicht per Kassa ausführen. Die Stücke und Geldbeträge sind für kleine Quantitäten nicht schwer zu beschaffen, und die leichte Art der Abwicklung kommt für sie nicht wesentlich in Betracht. Anders liegen die Verhältnisse beim Grofshandel. Grofse Effektenposten können nur dann mit Erfolg per Kassa gehandelt werden, wenn der Markt sehr lebhaft, der Kapitalbetrag des betreffenden Wertpapiers ziemlich grofs ist, und daneben eine bequeme Form der Abwicklung besteht, die unnötige Übergabe von Geld oder Stücken erspart. Aber auch dann bleibt der Kassahandel noch eine sehr schwerfällige Form gegenüber dem Terminhandel und ist nur für kapitalkräftige Firmen verwendbar. Daher diente auch der Grofshandel per Kassa, wie er sich nach Inkrafttreten des Börsengesetzes an der Berliner Börse in Montan- und Industriewerten entwickelte, im wesentlichen dem Verkehr der grofsen Banken.

a) Der Grofshandel per Kassa an der Berliner Börse.

Die Grofskassageschäfte unterliegen den Bedingungen für die Kassageschäfte an der Berliner Börse.

Die Lieferung erfolgt regelmäfsig an dem auf den Abschlufstag nächstfolgenden Börsentag.

In ihrer Technik zeigen sie aber einige Abweichungen von den gewöhnlichen Kassageschäften, die im Interesse einer leichteren Gestaltung des Handels liegen.

Es können im Grofskassageschäft nicht beliebige Effektenbeträge gehandelt werden. Das würde den Handel zu schwerfällig und ungleichartig machen, und eine bequeme Form der Abwicklung wäre kaum möglich. Daher hat man im Grofskassageschäft die Schlufseinheit des früheren Terminhandels beibehalten. Die Geschäftsabschlüsse lauten stets über 15 000 Mark oder ein Vielfaches davon.

In diesem Punkte hat man die alte Form des Terminhandels übernommen, aber nicht kraft äufserer Festsetzung, sondern durch die Macht der Gewohnheit und der privaten Zweckmäfsigkeit. Es ist jedem gestattet, auch andere Quantitäten zu handeln, aber es wird ihm schwer fallen, einen Gegenkontrahenten zu finden, will er sich nicht ungünstigen Bedingungen unterwerfen. Thatsächlich liegen fast allen Grofshandelsgeschäften in Bergwerks- und Industriepapieren die genannten Schlüsse zu Grunde. Das ändert aber natürlich nichts an ihrem Charakter als Kassageschäfte, denn die Lieferung und Bezahlung erfolgt regelmäfsig am folgenden Tage, und ein Leihverkehr, wie an der New-Yorker Stock Exchange, an der übrigens für die Kassageschäfte ebenfalls Schlufseinheiten bestehen, findet nicht statt.

Auch in der Richtung der Preisbildung zeigt der Grofshandel per Kassa eine Verschiedenheit von dem sonstigen Kassahandel. Die gewöhnlichen Kassageschäfte dienen vorwiegend zu Anlagezwecken, und der Verkehr ist in einem Papier an derselben Börse in der Regel nicht sehr grofs. Es ist daher möglich, dafs sämtliche Geschäfte zu ein und demselben Preise abgeschlossen werden. In Berlin laufen alle Aufträge bei den Kursmaklern zusammen und bleiben dort bis zur Feststellung des Einheitskurses um $1^1/_2$ Uhr in Schwebe. Für einen lebhaften Grofshandel ist es aber notwendig, dafs zu jeder Zeit jedes Geschäft zu einem festen Kurs abgeschlossen werden kann. Im offiziellen Markt ist das aber nicht möglich. Es finden daher die Grofskassageschäfte stets im freien Verkehr statt. Als Vermittler fungieren freie Makler und Kursmakler, und die letzteren sind wegen des sofortigen festen Abschlusses öfter als sonst zur Selbstübernahme gezwungen.

Im Gegensatz zum sonst üblichen Kassageschäft wird jedes Geschäft zu dem augenblicklichen Kurs abgeschlossen. Genau wie im Terminhandel wird also auch hier stets zu laufenden Kursen gehandelt und nicht zu dem Einheitskurs.

Auch diese Form des Grofskassageschäfts, welche sonst im wesentlichen nur dem Terminhandel eigen ist, ändert nichts an seinem Charakter als Kassageschäft. Niemand ist gezwungen, zu festen Kursen zu handeln, aber es ist für den Grofshändler ein Bedürfnis, über die Ausführbarkeit eines Geschäftes sofort unterrichtet zu sein, weil er dann leichter an derselben Börse noch ein Geschäft in einem anderen Papier eingehen kann.

Der Kommissionär kann so seinem Kommittenten über die Möglichkeit oder den Abschluſs eines Geschäftes sofort telegraphisch Mitteilung zukommen lassen, und die Arbitrage mit anderen Plätzen wird nicht gestört. Thatsächlich erledigten sich daher alle Groſskassageschäfte zu variierenden Kursen.

Da nun der Groſshandel in Bergwerks- und Industriepapieren sich überwiegend in dieser Geschäftsform bewegte, so war es wünschenswert, die Kurse dieser Geschäfte auch nach auſsen hin zur Geltung zu bringen. Die Feststellung des Einheitskurses konnte nicht genügen, da er nur die Marktlage um $1^1/_2$ Uhr wiederspiegelt. Variierende Kurse waren bis jetzt amtlich aber immer nur notiert worden für den Terminhandel, weil nur dort das Bedürfnis zu einem Handel zu laufenden Kursen sich entwickelt hatte. Mit dem Verbot des Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Industrieunternehmungen entfiel für diese Papiere zwar die Form des Termingeschäfts und dessen Abwicklung, aber nicht die Umstände, welche zu dem Handel in variierenden Kursen führten. Handel und Notiz konnten nicht mehr auf Zeit, sondern nur per Kassa erfolgen. Da die meisten Geschäfte des Groſsverkehrs sich zu diesen variierenden Kassakursen des freien Verkehrs erledigten, und da als Börsenpreis derjenige Preis festzusetzen ist, welcher der wirklichen Geschäftslage an der Börse entspricht, (Börsengesetz § 29 Abs. 3), so entschloſs man sich in Berlin nach Aufhören des Ultimohandels, amtlich die variierenden Kassakurse des freien Verkehrs in Bergwerks- und Industriepapieren festzustellen. An Stelle der früheren offiziellen Ultimokurse, welche die Schwankungen des Terminhandels enthielten, stehen jetzt Kassakurse des freien Verkehrs, aber ebenfalls mit Schwankungen. Diese verstehen sich aber nicht für Zeitgeschäfte, sondern für die Groſskassageschäfte des freien Verkehrs. Wir werden später noch darauf zurückzukommen haben, wie weit diese Kurse des freien Verkehrs auch für Zeitgeschäfte in den genannten Papieren Geltung hatten oder ihnen zu Grunde gelegt wurden.

Im weiteren unterscheidet sich das Groſskassageschäft von dem gewöhnlichen Kassageschäft nur dadurch, daſs es bei seiner Abwicklung mehr die Dienste des Giroeffektendepots der Bank des Berliner Kassenvereins in Anspruch nimmt als jenes. Diese Erscheinung erklärt sich sehr einfach aus wirtschaftlichen Gründen. Es ist für den Groſshandel zu umständlich, stets am folgenden Tage, wie es sonst in Berlin üblich ist, den zu liefernden Effektenposten in das Bureau des Gegenkontrahenten zu bringen. Es genügt, daſs die Stücke durch Übermittlung eines roten Cheks von dem Effektenkonto des Verkäufers auf dasjenige des Gegenkontrahenten übergeschrieben werden. Eine Übergabe in natura wird dadurch überflüssig gemacht, daſs alle beim Effektendepot eingelieferten

Wertpapiere gleicher Art nicht speciell, sondern gemeinsam aufbewahrt werden. Die Einrichtung des Giroeffektendepots erlangte daher unter dem Börsengesetz für den Grofshandel in Bergwerks- und Industriepapieren die gröfste Bedeutung. Es erleichterte die Abwicklung der Kassageschäfte in analoger Weise, wie der Liquidationsverein die Skontierung der Zeitgeschäfte.

Sonst zeigen die Grofskassageschäfte in ihrer Technik keine Abweichung von den sonst üblichen Kassageschäften.

Bei Verzug des einen Teils hat der nichtsäumige Kontrahent die Wahl zwischen Erfüllung, Zwangsregulierung und Rücktritt vom Vertrag. Bei der Wahl einer der beiden letzten Möglichkeiten ist dem säumigen Teile eine Nachfrist von mindestens einem Börsentage zu gewähren.

Bei Zahlungseinstellung des einen Kontrahenten hat stets die Zwangsregulierung ohne Gewährung einer Nachfrist zu erfolgen und zwar durch An- und Verkauf der verschlossenen Werte vermittelst eines Kursmaklers oder durch Differenzzahlung zwischen Vertragspreis und Durchschnittskurs am Zwangsregulierungstage.

Über alle Rechtsstreitigkeiten der an der Berliner Fondsbörse abgeschlossenen Geschäfte, also über die Lieferbarkeit, Anwendung und Auslegung der bestehenden Usancen entscheidet die Dreimännerkommission, deren Mitglieder vom Börsenvorstand bestimmt werden. Sie kann auch über andere Fälle entscheiden, falls die Parteien es beantragen. Nichterfüllung ihres Urteils oder des Vergleichs begründet neben den sonstigen Rechtsfolgen den Antrag auf Ausschlufs von den Börsenversammlungen.

Neben der Dreimännerkommission besteht noch eine schiedsrichterliche Kommission der Ältesten von fünf Mitgliedern. Sie entscheidet über alle Handelssachen, die von den Korporationsmitgliedern freiwillig an sie gebracht werden.

Aus dieser Darstellung der Technik des Grofshandels per Kassa geht zur Genüge sein Charakter als Kassahandel hervor. Er hat zwar in einigen Punkten die Gestalt des gewöhnlichen Kassageschäfts fallen gelassen, aber sein Wesen ist dasselbe geblieben. Der Grofshandel in Effekten bedarf einer möglichst gleichartigen und beweglichen Form, er mufs stets seine festen Dispositionen treffen können, und dazu war die seitherige Form des Kassageschäfts, — die übrigens im offiziellen Börsenverkehr, aber hier nur für den Kleinhandel weiterbesteht, — zu schwerfällig. Das Grofskassageschäft hat diese schwerfälligen Formen abgestreift; es hat aber die sofortige Erfüllung, wenn auch mit Erleichterungen, die aber schon der Grofshandel an sich ermöglicht, beibehalten und sich damit seinen Charakter als Kassageschäft gewahrt. Behalten hat es aber damit auch die Unvollkommenheiten, welche

mit dem Wesen des Kassageschäfts überhaupt verbunden sind, den gröfseren Geld- und Stückebedarf und die Möglichkeit plötzlicher starker, aber ungerechtfertigter Kursschwankungen.

b) Das Kassakontokorrentgeschäft der Maklerbanken.

Diese Geschäftsform ist unzweifelhaft die interessanteste, welche unter dem Börsengesetz zur Anwendung kam. Hatte schon das Grofskassageschäft für die Zwecke des Grofshandels einige Erleichterungen des gewöhnlichen Kassageschäfts zur Durchführung gebracht, so ging das Kassakontokorrentgeschäft in der Ausbildung solcher Erleichterungen noch viel weiter; ja diese neuen Formen bewegten sich teilweise so hart an der Grenze von Kassa- und Zeitgeschäften, dafs es nicht Wunder nehmen kann, wenn sie von verschiedenen Seiten, zum mindesten ihrem wirtschaftlichen Wesen nach, als Termingeschäfte bezeichnet wurden. Die Händler wollten natürlich stets diese Geschäfte als Kassageschäfte angesehen wissen, denn als Termingeschäfte waren sie nach § 51 Abs. 2 von der Börse ausgeschlossen, allerdings nur dann, wenn sie sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen bewegten. Es ist sehr interessant, wie die Maklerbanken des Berliner Platzes, welche diese Form zur Ausbildung brachten, alles zu vermeiden suchten, was der gegenteiligen Ansicht, dieses Geschäft sei ein verkapptes Termingeschäft und eine Umgehung des Terminhandelsverbotes, Vorschub leisten konnte.

In ihrem Cirkular vom Ende des Jahres 1896, worin sie ihren Kunden die vorläufige Gestalt des Kassakontokorrentgeschäfts mitteilten, gaben die Maklerbanken der Anschauung Ausdruck, dafs sich voraussichtlich in den Montan- und Industriewerten an Stelle des verbotenen Terminhandels ein umfangreicher Kassaverkehr zu festen Kursen entwickeln würde. Es war aber vorauszusehen, dafs es den mittleren und kleineren Bankiers an Geld fehlen würde, um ihre gekauften Stücke bezahlen zu können, andererseits ihnen vielleicht auch die sofort zu liefernden Stücke ermangeln würden. Zur Erleichterung dieses Kassaverkehrs wollten die Maklerbanken neben dem gewöhnlichen Kassageschäft eine neue Geschäftsform, das Kassakontokorrentgeschäft einführen. Also nicht um eine Surrogatform des verbotenen Terminhandels handelte es sich, sondern um einen Ersatz oder eine Weiterbildung des Kassageschäfts, und darum wurden der Abwicklung und Erfüllung auch die Usancen der Kassageschäfte an der Berliner Börse zu Grunde gelegt.

Damit entfiel für diese Geschäfte sofort der Charakter als Börsentermingeschäfte. Sie haben keinerlei Fixcharakter, sie sind keine Kaufs- oder Anschaffungsgeschäfte auf eine fest-

bestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist. Auch werden sie nicht nach Geschäftsbedingungen abgeschlossen, die vom Börsenvorstand oder einer sonstigen Börsenbehörde für den Terminhandel festgesetzt sind. Die Bedingungen sind allein von den Maklerbanken im Interesse des Kassaverkehrs ausgearbeitet worden. Die Maklerbanken haben keinerlei amtlichen oder vereinsrechtlichen Charakter. Nur vermöge ihrer ausgedehnten Vermittlerthätigkeit im freien Verkehr haben sie eine nicht unbedeutende wirtschaftliche Macht gegenüber den weniger potenten Börsenbesuchern. Aber sie benutzten diese Überlegenheit nicht dazu, ihre Gegenkontrahenten zur Benutzung der neuen Geschäftsform zu zwingen. Es stand jedem frei, mit den Maklerbanken in den betreffenden Papieren per Kassa oder per Kassakonto korrent zu handeln. Es war den Agenten eingeschärft, keine Geschäftsform vor der anderen zu bevorzugen, die Geschäfte je nach Wunsch in der einen oder anderen Weise anzunehmen. Will jemand an der Börse an eine Maklerbank z. B. 15 000 Mark Harpener verkaufen, so nennt ihm der Agent der Bank seinen Kurs, zu dem er abzunehmen bereit ist. Erst dann mufs sich jener erklären, ob er sofortige Abnahme per Kassa wünscht oder von der Erleichterung des Kassakontokorrentverkehrs Gebrauch machen will. War so die Wahl der Geschäftsart frei, so war der Kontrahent, der einmal per Kassakontokorrent abgeschlossen hatte, allerdings dann gezwungen, sich sämtlichen Formen der Abwicklung und Erfüllung des Geschäfts zu unterwerfen, wie es die Bedingungen der Maklerbanken und die Usancen der Börse für die Kassageschäfte vorschrieben. Damit war der einheitliche und gleichartige Charakter aller Geschäfte bis zu einem gewissen Grade gewahrt, aber nicht in dem Mafse wie bei dem Terminhandel. Wir werden auf den Unterschied noch später zurückkommen. Hier genügt es zu bemerken, dafs die Bedingungen der Maklerbanken zwar teilweise amtlichen Charakter hatten, nämlich insofern, als sie für Abwicklung und Erfüllung die Usancen der Berliner Börse zu Grunde legten, aber diese Usancen gelten nicht für den Terminhandel, sondern für den Kassahandel. Auch die weitestgehende Interpretation konnte daher nach Ansicht der Händler nicht dazu gelangen, die Kassakontokorrentgeschäfte als Börsentermingeschäfte zu erklären. Wie weit sie sich aber ihrer äufseren Form und ihres wirtschaftlichen Wesens nach von dem gewöhnlichen Kassageschäft entfernt hatten oder auf der anderen Seite, wie weit sie sich dem Terminhandel näherten, wird die Darstellung ihrer Technik und ihres wirtschaftlichen Erfolges erkennen lassen.

Über die Lieferungsquantität enthielten die Bedingungen der Maklerbanken keine direkten Bestimmungen. Es stand jedem frei, Geschäfte über beliebige Beträge abzu-

schliefsen. Das würde aber bei häufigem Vorkommen und einer grofsen Ausdehnung dieser Geschäftsform die Abwicklung sehr erschwert haben. Andererseits aber war der Grofshandel, dem diese neue Form doch allein zu gute kommen sollte, schon seit langer Zeit an die Benutzung gewisser Schlufseinheiten gewöhnt, und es bestand daher immerhin die Möglichkeit, dafs sich diese Gewöhnung auch jetzt noch wirksam erweisen würde. Auf indirektem Wege suchte man aber die seitherige Schlufseinheit von 15 000 Mark dadurch zu bevorzugen, dafs man die Feststellung der „Gegenwerte", welche an Stelle der früheren Liquidationskurse getreten waren, direkt auf Einhaltung derartiger Beträge zuschnitt. Die Gewöhnung, Begünstigung und Zweckmäfsigkeit haben denn auch die Beibehaltung jener Schlüsse allgemein zur Anwendung gebracht. Thatsächlich wurden im Verkehr mit den Maklerbanken nur Beträge zu 15 000 Mark per Kassakontokorrent gehandelt; die Gleichartigkeit des Handels in Bezug auf die Quantität ist, wie im Grofskassageschäft, so auch hier allgemein zur Anwendung gekommen.

Als Lieferungstermin gilt bei Kassageschäften in Effekten in Berlin regelmäfsig der folgende Tag, abgesehen von den Geschäften „per einige Tage". Sofortige Lieferung und Bezahlung mit Ausschlufs einer Kreditgewährung ist den Kassageschäften wesentlich.

Nach den Bedingungen der Maklerbanken gilt jeder Schlufs in Bergwerks- und Industriepapieren als Kassaschlufs und unterliegt den für die Abwicklung und Erfüllung der Kassageschäfte geltenden Börsenbedingungen. Bei einem umfangreichen Grofshandelsverkehr wird es aber namentlich dem kapitalschwächeren Bankier ganz unmöglich sein, alle seine Kassageschäfte in der in Berlin üblichen Weise abzuwickeln. Auch die oben beschriebene Form des Grofskassageschäfts ist für ihn nicht verwendbar. Wo aber trotzdem ein lebhafter Kassaverkehr besteht, da finden sich auch regelmäfsig Erleichterungen gegenüber den Berliner Formen.

So werden zwar an der Stock Exchange in New-York alle regular way abgeschlossenen Geschäfte am folgenden Tage durch Lieferung der Stücke und Bezahlung der Beträge erfüllt, aber um diesen Verkehr zu ermöglichen, ist dort der Lombardverkehr ganz anders entwickelt als in Deutschland. An jeder Börse finden zahlreiche Leihgeschäfte oder loans statt. Hat jemand in blanko verkauft, so leiht er sich die Stücke, fehlt dem Käufer das Geld, so leiht er sich dasselbe gegen Hingabe von Effekten. Diese loans sind entweder täglich kündbar (call loans) oder auf feste Termine abgeschlossen. Da alle Geschäfte am folgenden Tage zu erfüllen sind, so ist manchmal die Nachfrage nach Geld oder Stücken sehr grofs, wenn die Spekulation nach der einen oder anderen Richtung

sich besonders stark engagiert hat. Es kommen dann die aufserordentlich hohen Sätze für tägliches Geld und die starken Kurssprünge vor, welche an den europäischen Börsen ganz unerhört sind.

Die Erleichterung, welche an der Stock Exchange von New-York für den Kassaverkehr Platz greift, ist also ein sehr zweischneidiges Mittel. Für die deutschen Börsen würde sie noch den Nachteil haben, dafs derartige Leihgeschäfte, welche ihrem juristischen Charakter nach als uneigentliche Lombardgeschäfte anzusehen sind, stempelpflichtig sind. Jedes Geschäft, das in dieser Weise zur sofortigen Erfüllung der Heranziehung fremder Mittel bedarf, wäre also doppelt zu besteuern und daher für viele Zwecke des Handels, speciell die Arbitrage, kaum zu verwenden.

Die Bedingungen der Maklerbanken gingen daher in der Erleichterung des Kassageschäfts noch viel weiter. Während noch in New-York am folgenden Tage die Stücke in natura geliefert werden müssen, fällt für die Kassakontokorrentgeschäfte eine solche Übergabe ganz fort. Indem die Maklerbanken selbst ihren Gegenkontrahenten auf deren Verlangen die Stücke bezw. die Geldbeträge vorschiefsen, wird eine handgreifliche Lieferung unnötig. Es findet daher an dem auf den Abschlufstag nächstfolgenden Börsentag lediglich eine Abrechnung zwischen der Bank und ihrer Gegenpartei statt. Um aber trotzdem den Charakter als Kassageschäft zu wahren, werden vom Kauftage ab für die ausmachenden Geldbeträge Zinsen berechnet.

Die Erleichterungen dieser Geschäftsform sind aber damit noch nicht erschöpft. Die Gleichartigkeit des Handels fordert, dafs diese Vorschüsse von Geld und Effekten nicht zu jeder Zeit gekündigt werden können. In New-York sind die loans meist call loans, täglich von jeder Seite kündbar. Die gefährlichen Folgen, welche eine tägliche Kündigung vieler solcher Geschäfte auf die Gestaltung des Handels haben kann, sind klar. Es mufs für eine Bank, bei der sich viele derartige Geschäfte konzentrieren, wie das mit den Kassakontokorrentgeschäften bei den Maklerbanken voraussichtlich der Fall wurde, dann die Gefahr vorliegen, dafs plötzlich aus irgend einem Grunde ein Run auf diese Bank entsteht, dem sie momentan nicht gewachsen und der für sie darum die schlimmsten Folgen haben kann. Daher haben die Maklerbanken in die Bedingungen ihrer Geschäfte die Bestimmung aufgenommen, dafs die Vorlage an Geld und Effekten für keinen Teil bis zum Ende des Monats kündbar ist. Spätestens vier Tage vor Ablauf des Monats hat eine Erklärung zu erfolgen, ob Ultimo abgewickelt oder das Geschäft auf den nächsten Ultimo prolongiert werden soll. Die Bank weifs dann genau, wieviel sie Ende des Monats an Geld und Stücken zu liefern und abzu-

nehmen hat, und sie kann so rechtzeitig ihre darauf bezüglichen geschäftlichen Dispositionen treffen.

Ein wesentlicher Mifsstand dieser Geschäftsform lag aber dann in der Möglichkeit, dafs der Fiskus sie eventuell zu einer doppelten Besteuerung heranziehen würde, denn es war immerhin zweifelhaft, ob diese Form als ein einheitliches oder doppeltes Geschäft anzusehen wäre. Die Darstellung der Geschäftspraxis wird darüber einigen Aufschlufs geben.

Hat z. B. A. an der Börse an eine Maklerbank 15 000 Mark Harpener Bergbauaktien per Kassa verkauft, und will er von der Erleichterung des Kassakontokorrents Gebrauch machen, so wird ihm von der Maklerbank am selben Tage die Schlufsnote ausgestellt, die sich von der sonst üblichen nur durch den Vermerk (geschlossen) „in laufender Rechnung" unterscheidet. Zugleich wird ihm in einem besonderen dem Schlufsschein angehefteten Formulare mitgeteilt, dafs die Maklerbank ihn für den ausmachenden Geldbetrag vom heutigen Tage ab erkennt, für die zu liefernden Effekten dagegen auf Stückekonto belastet. Zur Bestätigung der Richtigkeit dieser Mitteilung übersendet A. der Maklerbank ein weiteres, ihm gleichfalls mit der Schlufsnote überkommenes Formular zurück, in dem er anzeigt, dafs er im Kontokorrent die Bank für den ausmachenden Betrag belastet, für die Stücke erkannt hat. Hiermit ist die Abrechnung erledigt, aber eine wirkliche Übergabe von Stücken oder Geld ist nicht erfolgt, dieselbe findet erst am Ende des laufenden Monats statt.

Vom Kauftage ab werden nun bis zum Ultimo für die ausmachenden Beträge Zinsen berechnet und zwar im Debet 1 % höher als im Kredit. Die Höhe der Zinsen wird gemeinsam von den drei Maklerbanken festgesetzt und dann den Kunden durch Cirkular bekannt gegeben. Anfangs legte man im Debet den Bankzinsfufs und im Kredit 1 % darunter der Berechnung zu Grunde; jedoch wurde dieses Verfahren schon nach einem Monat fallen gelassen, da sich herausstellte, dafs die Geldverhältnisse des Kontokorrentverkehrs etwas von denen des offenen Marktes abweichen, und dafs nicht für alle Effekten die Marktlage eine gleiche ist. So werden z. B. für Laura-Aktien durchweg niedrigere Zinsen berechnet, als für die anderen Industriewerte, und es ist mehrmals vorgekommen, dafs im Kredit für diese Papiere überhaupt keine Zinsen berechnet wurden. Der Grund dieser abweichenden Zinsberechnung für Laura-Aktien und die anderen Werte liegt einfach darin, dafs in jenen Papieren sich oft ein Stückemangel herausstellt. Für die übrigen Papiere hält zwar der Satz sich im Debet auch nicht genau an den Reichsbanksatz, aber er kommt ihm doch sehr nahe.

Es ist klar, dafs diese Preisberechnung das Geschäft gegenüber dem früheren Terminhandel erschweren und damit

auch den Handel in seiner Produktivität schädigen mufste. Das Kassakontokorrentgeschäft wird dadurch teurer als das Termingeschäft, wie schon folgender Vergleich zeigt.

Es mögen z. B. am 1. März die Aktien irgend eines Unternehmens zu 170 % im Kurse stehen. Würde jemand zu diesem Kurse per Ultimo März, also durch ein Börsentermingeschäft, etwa 10 000 Mark dieses Papieres kaufen, so hat er dafür Ende des Monats, abgesehen von Courtage und Stempel, aber inklusive dreimonatlicher Stückzinsen zu zahlen: 26 650 Mark.

Würde er aber zu demselben Kurse per Kassakontokorrent kaufen, so kämen dazu noch bei einem Satze von 5 % im Debet 106,25 Mark. Er müfste also 26 756,25 Mark zahlen.

Man nahm aber diese Erschwerung des Geschäfts gern mit in Kauf, zumal sie übrigens auch dadurch geringer wurde, dafs bei Gegengeschäften ein Teil der Zinsen sich wieder ausgleicht. Glaubte man doch durch diese Zinsberechnung dem Kassakontokorrentgeschäft den Charakter eines Kassageschäftes gegenüber dem Termingeschäft gegeben zu haben.

Dementsprechend war auch die Preisbildung eine rein kassamäfsige. Die Terminkurse sind der Ausdruck des Wertes, welchen das betreffende Papier nach Ansicht der Käufer und Verkäufer am Stichtage haben wird, dagegen bringen die Kassakurse den Wert des Papieres in der Gegenwart zum Ausdruck. Natürlich zeigen bei Effekten, die ja nicht durch den Konsum vernichtet werden, beide Kurse in der Regel keine grofsen Abweichungen von einander, da auch in der Bewertung für den Augenblick künftig eintretende Momente ihre Berücksichtigung finden. Nun stimmen aber die Preise, zu denen per Kassakontokorrent gehandelt wird, ganz genau überein mit den Preisen des Grofskassageschäfts. Nicht nur wird hier wie dort, im Gegensatz zu dem gewöhnlichen Kassahandel zum Einheitskurs, zu festen, laufenden Kursen gehandelt, sondern die von dem Börsenvorstande für die Montanwerte amtlich notierten Kassakurse des freien Verkehrs gelten auch für den Kontohandel. Allerdings findet die Feststellung nur für die Grofskassageschäfte statt, aber deren Kurse stimmen mit denen der Kassakontokorrentgeschäfte überein. Das hat natürlich für diese Geschäfte eine grofse wirtschaftliche Bedeutung; sie erlangen dadurch Geltung über den Kreis der Börsenbesucher hinaus und werden so geeignet für den Kommissionsverkehr.

Dafs man in dem Abschlufs zu festen laufenden Kursen nicht ein Kriterium des Terminhandels sehen kann, sondern nur eine Erscheinung des spekulativen Grofshandels, ist oben bei der Besprechung des Grofshandels schon dargelegt. Der Spekulant oder der Kommissionär, der telegraphische Aufträge sofort

auszuführen hat, bedürfen ebenso wie der Arbitrageur sofort der Gewifsheit darüber, ob und zu welchem Kurse ihre Geschäfte ausführbar sind.

Man wird hiernach zur Ansicht gelangen müssen, dafs die Kassakontokorrentgeschäfte in Bezug auf die Preisbildung durchaus nicht verschieden sind von den Kassageschäften. Anders ist es aber, wenn man den Zeitpunkt der Erfüllung als wesentliches Merkmal des Kassageschäfts ins Auge fafst.

Formell finden zwar die Kassakontokorrentgeschäfte an dem auf den Abschlufstag folgenden Börsentag ihre Erledigung durch die oben beschriebene Abrechnung, aber die eigentliche Lieferung findet doch erst Ultimo statt. Der Steuerfiskus hatte aus dieser Thatsache die nötige Konsequenz gezogen und die Hinausschiebung der Erfüllung als ein neues entgeltliches Geschäft der nochmaligen Besteuerung unterworfen. Das Reichsgericht hob später diese Entscheidung auf mit der Begründung, dafs in Wirklichkeit ein Zeitgeschäft gewollt sei, bei dem nur der Kassapreis des Abschlufstages den für die Kaufpreisbestimmung mafsgebenden Rechnungsfaktor bilden sollte (Entscheidung vom 27. Juni 1899). Seitdem wird von diesen Geschäften nur ein Stempel erhoben. Auf die juristische Begründung dieser Entscheidung des Reichsgerichts kann hier nicht eingegangen werden, man wird ihr aber beipflichten müssen, wenn man den wirtschaftlichen Charakter derartiger Geschäfte betrachtet.

Bei dem Kassageschäft fallen Leistung und Gegenleistung in die Gegenwart. Eine Kreditgewährung findet in nennenswertem Umfange nicht statt. Dagegen fallen beim Terminhandel beide Leistungen in denselben Moment der Zukunft. Dadurch wird es bei fungiblen Waren möglich, sich an dem Handel zu beteiligen, ohne selbst Waren oder Geld zu besitzen. Das Interesse der Händler beschränkt sich aber in der Hauptsache dann nur auf die Preisbildung, und diese wird um so wichtiger sein, je beweglicher die Geschäftsformen sind. Bis zum Erfüllungstage gewähren sich dann beide Kontrahenten Kredit in der Höhe der voraussichtlichen Kursschwankungen. Gerade aber die Hinausschiebung der Erfüllung, die zwar für den lebhaften Handel und eine vollkommene Preisbildung sehr erwünscht sind, und der Mifsbrauch, der mit der Kreditgewährung getrieben wird, haben die socialen und wirtschaftlichen Nachteile zur Folge gehabt, die man dem Terminhandel vorwirft.

Es fragt sich daher, ob und wie weit diese Erscheinungen mit dem Kassakontokorrentgeschäft verbunden sind.

Auch hier finden die Übergabe der Stücke und die Bezahlung, die Erfüllung, erst in einem bestimmten Momente der Zukunft, am Ende des Monats, statt. Von einem Barkauf in

volkswirtschaftlichem Sinne kann hier nicht mehr die Rede sein, und wenn auch die Abrechnung sofort erfolgt und Zinsen berechnet werden, so wird man denselben doch keine grofse materielle Bedeutung beilegen können. Die Umstände, welche dem Terminhandel seinen wirtschaftlichen Charakter verleihen, das Hinausschieben von Leistung und Gegenleistung, finden sich ebenso beim Kassakontokorrentgeschäft. Dadurch und infolge der Fungibilität der Ware wird auch hier die völlige Loslösung der Ware von der Person des Händlers möglich, und sein Interesse wird sich nur auf die Preisbildung beschränken. Andererseits kann sich die Baissespekulation, der Blankoverkauf, in dieser Geschäftsform ebenso bethätigen, wie im Terminhandel. Allerdings würde die Zinsberechnung, welche das Geschäft verteuert, doch hier derselben engere Grenzen ziehen und auch auf die Preisbildung ihre Wirkung äufsern müssen. — Desgleichen ist die Hinausschiebung der Erfüllung von Ultimo des einen auf das Ende des nächsten Monats, die Prolongation beim Kassakontokorrentgeschäft ebenso möglich wie beim Terminhandel und auch in den Bedingungen der Maklerbanken vorgesehen. Die gegenseitige Kreditgewährung erstreckt sich auch hier auf den Rand der voraussichtlichen Schwankungen. Damit bleibt aber die Möglichkeit der Mifsbräuche, welche daraus beim Terminhandel oft gefolgt sind, bestehen.

Wurde es möglich, die Form des Kassakontokorrentgeschäfts allgemein im Börsen- und Kommissionsverkehr zur Anwendung zu bringen, so mufsten damit die Vorteile des früheren Terminhandels, aber auch seine Nachteile, zum gröfsten Teil erhalten bleiben. Es mufste also mit dem Hinausschieben der Erfüllung bis zum Ultimo, oder den gegenseitigen Vorschüssen, wie es in den Bedingungen der Maklerbanken heifst, gelingen, den kleineren, kapitalschwächeren Bankiers die Beteiligung an dem Grofshandel der Börse zu ermöglichen. Liefs sich das Geschäft noch auf den Kommissionsverkehr ausdehnen, dann konnte die Teilnahme des Outsiders fast ebenso leicht erfolgen, wie beim Terminhandel.

Wir sehen aus dieser Darstellung, dafs das Kassakontokorrentgeschäft in Bezug auf den Lieferungstermin vollkommen von dem Wesen des reinen Kassageschäfts verschieden ist. Die Erleichterungen, welche es gegenüber diesem enthielt, ermöglichen denselben wirtschaftlichen Erfolg wie der Terminhandel und entfernen sich materiell so weit von dem Kassageschäft, dafs von dem Wesen desselben nichts mehr übrig geblieben ist, als die buchmäfsige Abrechnung an dem auf den Abschlufstag nächstfolgenden Börsentage. Dieselbe ändert natürlich nichts an dem wirtschaftlichen Charakter der Geschäfte als ein einheitliches Zeitgeschäft und eine doppelte Be-

steuerung läfst sich aus wirtschaftlichen Gründen nicht rechtfertigen.

Die Folge dieser Geschäftspraxis, der Hinausschiebung von Leistung und Gegenleistung bis zum Ultimo, ist dann die, dafs sich, wie beim Terminhandel, die Erfüllung aller Geschäfte auf den Ultimo zusammendrängt. Hatten im Laufe des Monats viele Geschäftsabschlüsse stattgefunden, dann mufste es für die Bankiers rechts umständlich, wenn nicht undurchführbar sein, die Lieferung jedes einzelnen Effektenpostens von Kontor zu Kontor zu bewirken. Den Liquidationsverein konnte man nicht in Anspruch nehmen; er hatte bei Inkrafttreten des Börsengesetzes seine Thätigkeit für die Montan- und Industriewerte eingestellt. Die Geschäftspraxis bedurfte aber unbedingt einer Einrichtung, durch welche sich am Ende des Monats ein Teil der Geschäfte gegeneinander ausgleichen liefs, denn sonst wären fast alle Vorteile verloren gegangen, die aus der Hinausschiebung der Erfüllung folgten. Es hätten dann leicht zu Ultimo ein Mangel an Stücken und, wenn auch unbeabsichtigt, „Schwänzen" entstehen können, ähnlich wie in New York. Der Handel verfiel daher auf ein anderes Mittel zur erleichterten Abwicklung der Geschäfte, indem er, wie im Kündigungswesen des Produktenhandels, eine direkte Skontrierung zwischen den beteiligten Firmen einführte. Die Abweichungen von dem seitherigen Verfahren werden sich am besten erkennen lassen aus einer Darstellung der Technik der Abwicklung. Da aber die Kassakontokorrentgeschäfte sich in der Hauptsache im freien Verkehr bei den Maklerbanken und den grofsen Privatmaklerfirmen konzentrierten, so mufsten diese auch die Hauptstütze für die Abwicklung bilden und gewisse Funktionen dabei übernehmen, die sonst einer Börsenbehörde zufallen. Die Technik ist nun folgende:

Spätestens fünf (ausnahmsweise vier) Werktage vor Ablauf des Monats hat die Erklärung über die Kündigung des Vorschusses, bezw. des Guthabens oder der Verabredung über den Zinsfufs, welcher im kommenden Monat für den Saldo gelten soll, d. h. die näheren Bestimmungen über die Prolongation, zu erfolgen. Erfolgt die Kündigung, dann geschieht bei der Maklerbank die Abwicklung des laufenden Kontos am letzten Werktage des Monats durch Auslieferung der Stücke gegen Begleichung des Geldsaldos. Die Vorbereitung der Abwicklung und diese selbst verteilen sich auf mehrere Tage.

Am vierten Tage vor Ultimo findet von den Maklerbanken die Festsetzung der sogenannten „Gegenwerte" statt. Die Gegenwerte spielen dieselbe Rolle, wie die Liquidationskurse, zu dem der Liquidationsverein die Zeitgeschäfte skontriert. Während aber die Liquidationskurse von dem Börsenvorstande, also amtlich, festgestellt werden, hat die Feststellung der Gegenwerte durch die Maklerbanken keinerlei offiziellen

Charakter. Es kann niemand gezwungen werden, seine Differenzzahlungen im Anschluſs an diese Werte zu bewirken, aber Standesbewuſstsein und die Macht der gemeinsamen wirtschaftlichen Interessen haben auch hier dazu geführt, daſs alle Teilnehmer des Kontohandels sich dieser Feststellung unterwerfen, sodaſs die bequeme Abwicklung niemals dadurch gestört wurde. Im übrigen zeigen aber die Gegenwerte noch eine formelle Abweichung von dem Liquidationskurs. Der Liquidationskurs giebt stets nur den Kurs einer Aktie, exklusive Stückzinsen an, der Gegenwert dagegen ist der Preis, zu dem ein Schluſs inklusive Stückzinsen abzurechnen ist. Dieser Unterschied hat aber keine weitere materielle Bedeutung, verfolgte aber den Zweck, die frühere Schluſseinheit im Kontokorrentverkehr beizubehalten.

Ebenfalls am vierten Tage vor Ultimo stimmen die Banken ihre Bücher ab und ziehen einen Generalsaldo für jedes Papier, in dem sie zu liefern und zu empfangen haben. Auch wird von diesem Tage ab nur noch auf den folgenden Monat per Ultimo gehandelt. Am drittletzten Tage findet die eigentliche Skontrierung der Geschäfte statt. Jeder Kontrahent, der zu empfangen hat, stellt, wie beim Liquidationsverein, an diesem Tage sogenannte Empfangsbelege aus, und zwar für einen Schluſs von je 15 000 Mark einen Beleg und versieht ihn mit einer laufenden Nummer und seinem Namen.

Anfangs versuchten die Händler diese Art der Skontrierung, die direkt zwischen den Kontrahenten ohne Zuhülfenahme einer besonderen dazu geschaffenen Einrichtung erfolgt, an der Börse selbst durchzuführen. Da die Geschäfte sich aber gröſstenteils bei den Maklerbanken konzentrieren, so war der Andrang bei deren Plätzen so stark, daſs die Abwicklung in dem Kündigungssaal der früheren Produktenbörse vorgenommen werden muſste. Dort fanden dann die Abwicklungen statt, bis die oben erwähnte vom Reichsgericht ergangene Entscheidung in Stempelsachen vom 27. 6. 99. bekannt wurde und der Staatskommissar daraufhin an dieser Skontrierung Anstand nahm. Seitdem findet die Skontrierung auſserhalb der Börse und abwechselnd in den Räumen der einzelnen Banken statt und zwar nachmittags nach Schluſs der Börse.

Die eigentliche Skontrierung erfolgt dann in der Weise, daſs der Käufer den Empfangsbeleg an seinen Verkäufer giebt, dieser ihn dann weiter indossiert an jemand, der ihm zu liefern hat und so fort, bis daſs er schlieſslich an jemand gelangt, der nicht mehr zu empfangen, sondern endgültig zu liefern hat. Die Weiterindossierung erfolgt teilweise in blanko; die Kurse werden nicht angegeben. Bisweilen werden die Scheine zwölfmal weitergegeben, und es kommt vor, daſs derselbe Schein sechsmal durch die Hände derselben Maklerbank geht.

Es ist klar, dafs diese Art der Abwicklung die Technik des Handels aufserordentlich erleichtert und seine Produktivität in hohem Mafse vermehrt. Der Handel erhält dadurch ein ruhiges, stabiles Gepräge und „Schwänzen" sind so gut wie ausgeschlossen und auch niemals vorgekommen. Ist dieses Kündigungsverfahren auch nicht so bequem wie die Skontrierung durch den Liquidationsverein, und ist die Ausgleichung hierbei auch oft nicht so stark möglich als dort, so hat es unter dem Börsengesetz seinen Zweck doch vollkommen erfüllt. Man kann hieraus aber noch nicht einen endgültigen Schlufs auf die Leistungsfähigkeit dieser Technik ziehen, denn, wie wir später sehen werden, bildete der Kontohandel an der Börse doch immer nur einen Teil, bisweilen einen recht kleinen Teil des gesamten Handels in den Montan- und Industriewerten. Ob aber das jetzige Kündigungsverfahren auch dann noch möglich gewesen wäre, wenn die Form des Kassakontokorrentgeschäfts allgemein zur Anwendung gekommen wäre, mufs daher billig bezweifelt werden. Denn zu der Schwierigkeit einer direkten Skontrierung zwischen den einzelnen Kontrahenten wäre dann noch als schwerwiegendes Moment die drohende Unsicherheit gekommen, da die ganze Abwicklung auf einer freien Vereinbarung beruhte. An den Produktenbörsen, wo teilweise dasselbe Kündigungsverfahren besteht, jedoch mit der Abweichung, dafs der Verkäufer einen Kündigungsschein ausstellte und ihn an seinen Käufer indossierte, war dasselbe durch die Börsenbehörde geregelt, und konnte ein Verstofs hiergegen von dieser geahndet werden, während hier ein öffentlich-rechtlicher Zwang unmöglich war.

Auf der anderen Seite bot aber diese ganz auf der Freiwilligkeit beruhende Abwicklung der Geschäfte wieder solche Vorteile in Bezug auf die Rechtssicherheit, dafs man sich ihrer gerne bediente. Man hatte alles vermieden, was nach börsenamtlicher Festsetzung von Bedingungen aussah und glaubte damit, dem Börsengesetz und seinen Rechtsfolgen vollkommen aus dem Wege gegangen zu sein. Im übrigen hat die Macht der wirtschaftlichen und freundschaftlichen Interessen auch hier ihre Wirkung nicht verfehlt und die beschriebene Form der Abwicklung sozusagen obligatorisch gemacht. Thatsächlich beteiligte sich an derselben jeder Bankier, der in nennenswertem Umfange per Kassakontokorrent gehandelt hatte.

Fehler sind bei dieser immerhin noch primitiven Form der Skontrierung nicht ausgeschlossen. Sie werden am zweiten Tage vor Ultimo berichtigt und zugleich werden die zu liefernden Effektenposten vorbereitet.

Am Ultimotage endlich findet die Lieferung der Stücke und am folgenden Tage die Einziehung der Differenzen durch den Kassenverein statt. Damit ist die Abwicklung der Geschäfte erledigt.

Aus dieser Darstellung geht zwar hervor, dafs die Abwicklung der Geschäfte grofse Ähnlichkeit hat mit dem an den Produktenbörsen üblichen Kündigungsverfahren. Man wird sie aber keinesfalls als eine Umgehung des Börsengesetzes bezeichnen können. Da man einmal die Erfüllung auf den Ultimo hinausgeschoben hatte, so blieb nichts anderes übrig, als diese Erfüllung auch zu ermöglichen, und dazu bedurfte es unbedingt eines Ausgleichsverfahrens. Man hat dafür nicht die vollendete Form gewählt, wie sie im Effektenterminhandel besteht, sondern die schwerfällige Form der Produktenbörse. Dafs man das ganze Verfahren noch auf der Freiwilligkeit aufbauen mufste, um nicht mit dem Gesetz in Konflikt zu geraten, brachte zu dem Moment der Schwerfälligkeit noch das der Unsicherheit. Auch hier kann man sagen, der Handel ist zu primitiven oder barbarischen Zuständen zurückgekehrt (Weber).

In derselben Weise ist auch der Verzug des einen Teils in einer Weise geregelt, wie es einer raschen Erledigung der Geschäfte nicht vorteilhaft ist.

Wollte man den Geschäften nicht Fixcharakter geben, so mufste man auf die Bedingungen für Kassageschäfte an der Berliner Börse zurückgehen und in derselben Weise die Folgen des Verzugs regeln. Der säumige Kontrahent hat darnach ein Recht auf Nachfrist von mindestens einem Börsentage. Erst dann kann zur Zwangsregulierung geschritten werden, die in der bei der Besprechung der Grofskassageschäfte erwähnten Art zu geschehen hat. Es ist aber leicht ersichtlich, dafs die Forderung einer Nachfrist für einen Handel, bei dem sich die Abwicklung eines ganzen Monats auf einen Tag zusammendrängt, die schlimmsten Folgen haben kann. Die Spekulation sucht sich regelmäfsig bis zum Erfüllungstage glatt zu stellen oder zu prolongieren. Die Glattstellung erfolgt aber nur durch Abschlufs von Gegengeschäften und durch Kompensation derselben im Skontrierungsverfahren. Die Gewährung einer Nachfrist würde eine Kompensation der Geschäfte am Stichtage teilweise unmöglich machen und die sofortige anderweite Beschaffung der Stücke erfordern, was aber meistens nicht möglich ist. Wenn aber das Kassakontokorrentgeschäft sich trotz jener den Handel erschwerenden Klausel erhalten hat und niemals derartige Zustände eingetreten sind, so lag das an dem Standesbewufstsein und der Macht der gemeinsamen Interessen, welche die Händler hier so zusammen hielten, dafs sie von jenem Recht der Nachfrist nie Gebrauch machten.

Die Zwangsregulierung ohne vorherige Anzeige tritt sofort ein, wenn die Zahlungseinstellung der einen Partei dem Gegenkontrahenten bekannt wird. Diese Zahlungseinstellung gilt auch dann als eingetreten, wenn der Betreffende mit seinen Gläubigern über die aufsergerichtliche Regelung seiner Verbind-

lichkeiten in Verhandlungen tritt. Die Zwangsregulierung erfolgt dann freihändig oder durch Vermittlung eines Kursmaklers und ist dem Kontrahenten anzuzeigen.

Hiermit haben wir die Darstellung der Technik des Kassakontokorrentgeschäfts beendet. Wir haben gesehen, dafs der Handel bei Einführung der Kassakontokorrentgeschäfte von dem Kassageschäft ausgegangen ist. Für die Beteiligung der berufsmäfsigen Spekulation und der kleinen Bankiers am Effektengrofshandel war aber wegen der sofortigen Erfüllung die Form des reinen Kassageschäfts nicht verwendbar. Man hat daher die Erfüllung auf den Ultimo hinausgeschoben, um eine unnötige Übergabe von Stücken zu ersparen, während man im übrigen die Formen des Kassageschäfts in der Hauptsache beibehielt. Aber gerade durch die Hinausschiebung der Erfüllung erlangte die neue Form einen wirtschaftlich vollkommen verschiedenen Charakter gegenüber dem reinen Kassageschäft. Sie wurde zu einem Kreditgeschäft und erlangte damit alle Vorteile und Nachteile, die dasselbe dem Handel und der Volkswirtschaft bietet.

Es ergiebt sich dann sofort hier die Frage: konnte die Anwendung der Kassakontokorrentgeschäfte zur Ausbildung eines modernen Terminhandels führen?

Die Voraussetzungen dazu waren gegeben. Der Aufschwung von Handel und Industrie und das Sinken des Zinsfufses der Staatsanleihen hatten wieder die Aufmerksamkeit des Publikums und der berufsmäfsigen Spekulation in höherem Mafse als bisher auf die Montan- und Industriewerte gelenkt. Diesem Bedürfnis brauchte nur eine leicht zu handhabende Technik des Handels entgegenzukommen. Die vertragsmäfsige Hinausschiebung der Erfüllung, die freiwillige Übereinstimmung aller Geschäfte in den anderen Punkten hätten einen Terminhandel, wenn auch in einer sehr schwerfälligen und unvollkommenen Gestaltung, entstehen lassen können, ohne dafs er gegen gesetzliche Vorschriften direkt verstiefs. Aber es würde ihm die vollkommene Technik und die leichte Beweglichkeit des modernen Terminhandels gefehlt haben und damit auch ein Teil seiner wirtschaftlichen Wirkungen. Vor allem aber hätte ihm gefehlt die öffentlich-rechtliche Garantie, welche er erst durch eine börsenamtliche Regelung hätte erhalten können. Die Zinsberechnung und das Erfordernis eines gröfseren Beamtenpersonals mufsten aber die Anwendung der Kassakontokorrentgeschäfte für die berufsmäfsige Spekulation und den Arbitrageverkehr sehr beschränken, wenn nicht ganz unmöglich machen. Baisseoperationen waren zwar möglich, aber ob wirklich eine leistungsfähige Baissepartei, wie an den modernen Terminbörsen entstehen konnte, blieb sehr fraglich. Denn deren Voraussetzung ist neben anderem auch das Bestehen eines breiten, stets aufnahmefähigen Marktes, wie ihn der moderne

Terminhandel regelmäfsig bildet. Konnte eine solche breite Marktbildung auch auf der Grundlage des Kassakontokorrentgeschäfts entstehen? Über diese Möglichkeit ist nicht zu streiten, in Wirklichkeit ist sie niemals dauernd während des Börsengesetzes aufgetreten. Die Unsicherheit eines solchen Handels, der sich zum grofsen Teile auf der Freiwilligkeit aufbaute und dem die öffentlich-rechtliche Garantie zur Durchführung der einzelnen Geschäfte fehlte, die Befürchtung, dafs eine extensive Rechtsprechung in dieser Geschäftsform einen Verstofs gegen das Börsengesetz erblicken würde, weil sie zu nahe an die für Börsentermingeschäfte üblichen Formen heranreichte, haben die grofsen Banken, welche in der Stempelvereinigung vereinigt sind, von vornherein von der Anwendung dieser Geschäftsform abgehalten. So bildete denn der Kontohandel der Maklerbanken an der Berliner Börse stets nur einen bescheidenen Teil des Handels in Montan- und Industriewerten und nur selten hat er die Marktlage für kurze Zeit zu bestimmen vermocht. An den anderen deutschen Börsen aber ist diese Geschäftsform niemals zur Anwendung gekommen.

Wir kommen sonach zu dem Resultat:

a) dafs der Kontohandel der Maklerbanken von dem Kassahandel durchaus wirtschaftlich verschieden ist;

b) dafs die Kassakontokorrentgeschäfte wohl geeignet gewesen wären, einen, wenn auch sehr unvollkommenen Terminhandel an der Börse entstehen zu lassen, dafs es aber wegen der zu geringen Anwendung dieser Geschäftsform niemals dazu gekommen ist; dafs es dazu nicht gekommen ist, ist aber weniger der Gesetzgebungstechnik zu danken, als vielmehr der Schwerfälligkeit dieser Geschäftsform und der Furcht vor einer börsenfeindlichen Rechtsprechung.

Die Abhandlung erscheint vollständig als Heft I des XX. Bandes der von Herrn Prof. Dr. G. Schmoller herausgegebenen Staats- und socialwissenschaftlichen Forschungen, Leipzig, Duncker & Humblot.

Vita.

Natus sum Christophorus Knipper in vico Hassiae cui est nomen Niederweisel die IV. mensis Quinctilis anni MDCCCLXXVII patre Georgio, matre Katharina e gente Bill. Fidei addictus sum evangelicae. Litterarum elementis imbutus gymnasium reale Giessense frequentabam. Testimonium maturitatis adeptus anno MDCCCLXXXXV numero civium universitatis Ludovicianae Giessensis legitime adscriptus sum, ut rerum mathematicarum naturaliumque studiis incumberem. Ibi docuerunt me: Pasch, Netto, Heffter, Himstedt, Wiener, Fromme, Naumann, Sievers, Laspeyres, Siebeck, Schiller. Duobus annis post in universitatem Gottingensem transmigravi. Ubi ut seminario, quod vocatur „Seminar für Versicherungswissenschaft" per tria semestria, seminario scientiarum politicarum per septem semestria interessem, concesserunt professores doctissimi: Lexis, V. Ehrenberg, Cohn. Ubi audivi professores hos: Cohn, Lexis, R. Ehrenberg, V. Ehrenberg, Frensdorf, v. Savigny, Klein, Hilbert, Bohlmann, Baumann, Rhenisch †.

Quibus omnibus optime de me meritis pium gratumque animum servabo, praecipue autem Gustavo Cohn professori doctissimo, qui me consilio et benevolentia benigne adiuvit gratias ago.